

VERMÖGENSVERWALTUNG
STIFTUNG „GELD UND WÄHRUNG“

Jahresbericht 2025

Inhaltsverzeichnis

MANAGEMENT SUMMARY	3
A INSTITUTIONELLER RAHMEN	5
1 GESETZLICHER AUFTRAG	5
2 RICHTLINIEN FÜR DIE MITTELANLAGE	5
3 ORGANISATION DES ANLAGEPROZESSES	6
B MARKTENTWICKLUNG.....	7
1 WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG UND FINANZMÄRKTE.....	7
2 ANLEIHEN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND UND ANDERER STAATEN DES EURORAUMS.....	9
3 ANLEIHEN VON STAATLICH DOMINIERTEN UND SUPRANATIONALEN EMITTENTEN (SSA)	11
4 PFANDBRIEFE UND ANDERE COVERED BONDS.....	13
5 AKTIENMÄRKTE.....	14
C BERICHT DES PORTFOLIOMANAGEMENTS	16
1 KONTOBEWEGUNGEN.....	16
2 STRUKTUR DES PORTFOLIOS	17
3 FÜHRUNG DES RENTENTEILPORTFOLIOS	18
4 FÜHRUNG DES AKTIENTEILPORTFOLIOS	19
D BERICHT DES RISIKOCONTROLLINGS	22
1 VERMÖGENSBESTAND	22
2 VERMÖGENSENTWICKLUNG	24
3 PORTFOLIORENDITE	26
3.1 RENTEN	28
3.2 AKTIEN UND ETF.....	29
4 RISIKOLAGE	33
4.1 MARKT- UND ZINSÄNDERUNGSRISIKO.....	33
4.2 STRESSTESTS	37
4.3 KREDITRISIKO	39
5 EINHALTUNG DER ANLAGERESTRIKTIONEN	40
E ANLAGE 1: TRANSAKTIONSVERTEILUNG.....	43
1 RENTENTRANSAKTIONEN	43
2 AKTIEN-/ETF-TRANSAKTIONEN	44
F ANLAGE 2: BESTÄNDE UND TRANSAKTIONEN.....	45
1 BESTÄNDE ZUM BERICHTSSTICHTAG	45
2 TRANSAKTIONSÜBERSICHT	50

Management Summary

Das Vermögen der Stiftung „Geld und Währung“ stieg 2025 um 7,8 Mio € auf 116,2 Mio €. Dieser deutliche Vermögenszuwachs setzte den positiven Trend der Vorjahre fort und resultierte im Wesentlichen aus Bewertungsgewinnen von 6,9 Mio € sowie einem Nettoergebnis (Zinserträge und Dividenden abzüglich Gebühren) von 1,8 Mio €. Des Weiteren wurden dem Vermögen 0,9 Mio € entnommen.

Das Portfolio bestand zum Jahresende zu 68,34 % aus Aktien und Aktien-ETF¹ sowie zu 31,36 % aus Renten. Insbesondere durch die positive Wertentwicklung des DAX-Teilportfolios stieg die Aktienquote im Vergleich zum Vorjahr (66,70 %) leicht an. Im Rahmen einer Anpassung der Anlagerichtlinien zum 1. November 2025 wurde der bisher gehaltene thesaurierende Xtrackers-ESG-MSCI-World-ETF vollständig durch den iShares MSCI-World-Screened-UCITS-ETF ersetzt.

Das Gesamtportfolio erzielte 2025 eine Rendite von 8,06 % (Vorjahr: 16,10 %). Diese wurde maßgeblich durch den Aufwärtstrend an den Aktienmärkten getragen. Vor dem Hintergrund einer Versteilung der Zinsstrukturkurve infolge einer weiteren Lockerung der Geldpolitik im Euroraum sowie einer expansiveren Fiskalpolitik in einigen Euroländern, darunter Deutschland und Frankreich, leistete das Rentenportfolio dank stabiler Kuponerträge und eines Pull-to-Par-Effekts einen zusätzlichen, wenn auch geringeren Beitrag zur Gesamtperformance.

Das Aktienportfolio war mit einer Rendite von 11,13 % erneut der wichtigste Renditetreiber. Dabei erzielte das Teilportfolio mit Aktien des DAX eine Rendite von 22,94 %, während die Aktien-ETF eine Rendite von 8,00 % (MSCI World) bzw. 5,45 % (MSCI World Screened)² erreichten. Darüber hinaus konnte der deutsche Leitindex auch in lokaler Währung die Wertentwicklung der stärker von US-Unternehmen geprägten Indizes übertreffen.

Das Rentenportfolio entwickelte sich mit einer Rendite von 2,11 % ebenfalls positiv. Während die Auswirkungen höherer Zinsen für mittel- bis langfristige Anleihen aufgrund der niedrigen modifizierten Duration moderat ausfielen, konnten der positive Pull-to-Par-Effekt und stabile Kuponerträge zum insgesamt positiven Ergebnis beitragen.

Das Marktrisiko, gemessen anhand des Value-at-Risk, lag zum Jahresende 2025 bei 16,88 %. Im Jahresverlauf waren extreme Bewegungen im Value-at-Risk zu beobachten. Im Zuge der Zollankündigungen der US-Regierung im März/April 2025 stieg dieser bis zu einem Wert von 37,80 % an. Dies machte deutlich, dass das mit der hohen Aktienquote verbundene Ertragspotenzial mit einer erhöhten Anfälligkeit gegenüber abrupten Marktschocks einhergeht. Unterstützt u.a. durch niedrigere als den angekündigten US-Zollsätzen, Annäherungssignalen zwischen den USA und China sowie stabilen Konjunkturerwartungen gingen die Schwankungen an den Aktienmärkten wieder zurück und der Value-at-Risk sank auf ein Niveau wie zum Jahresbeginn.

¹ Börsengehandelte Investmentfonds auf Aktienindizes (engl.: Exchange-Traded-Funds, ETF)

² Bis zum 10. Dezember enthielt dieses Teilportfolio ETF-Anteile, die den MSCI-World-Low-Carbon-SRI-Leaders-Index nachbildeten.

Die Ratingverteilung innerhalb des Rentenportfolios blieb unverändert mit einem dominierenden Anteil von AAA/Aaa-Anleihen (98,06 %). Die Bonität der deutschen und französischen Covered Bond Emittenten sowie die Qualität der zugrunde liegenden Sicherheitenpools blieben unverändert. Daher hatte die Ratingherabstufung Frankreichs keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Bewertung des Kreditrisikos im Rentenportfolio.

A Institutioneller Rahmen

1 Gesetzlicher Auftrag

Der Deutschen Bundesbank ist nach § 12 des Gesetzes über die Ausprägung einer 1-DM-Goldmünze und die Errichtung der Stiftung „Geld und Währung“ (1-DM-GoldmünzG) vom 27. Dezember 2000 die Verwaltung des Vermögens der Stiftung übertragen worden.

Der Handlungsrahmen für die Anlage der Stiftungsmittel wird durch vom Stiftungsrat erlassene Anlagerichtlinien für die Verwaltung des Vermögens konkretisiert. Die Anlagerichtlinien wurden zuletzt im Oktober 2025 geändert. Generell zielt die Vermögensverwaltung auf möglichst hohe Erträge zur Finanzierung der Stiftungsausgaben bei grundsätzlich realer Substanzerhaltung des Stiftungsvermögens ab. Dabei ist ein angemessenes Verhältnis von Ertrag und Risiko einzuhalten.

Gemäß den Anlagerichtlinien hat die Deutsche Bundesbank der Stiftung einmal jährlich einen Bericht über die Verwaltung des Stiftungsvermögens im vorausgegangenen Jahr vorzulegen, der die zu Marktpreisen bewertete Vermögensaufstellung enthält, die Ergebnisse der Vermögensanlage im Einzelnen darstellt, die Anlageentscheidungen begründet und die Wertentwicklung des Stiftungsvermögens aufzeigt. Der vorliegende Bericht umfasst diese Aufstellungen für das abgelaufene Kalenderjahr.

Im vorliegenden Bericht werden zunächst vom Anlagemanagement die Marktentwicklungen der Renten- und Aktienmärkte dargestellt (Teil B), sowie die Entwicklung der Benchmark und deren Nachbildung beschrieben (Teil C). Anschließend behandelt der Bericht des Risikocontrollings den Bestand und die Entwicklung des Stiftungsvermögens, die Portfoliorendite und die Risikolage sowie die Einhaltung der Anlagerichtlinien (Teil D).

2 Richtlinien für die Mittelanlage

Die Bundesbank bildet bei ihrem Anlagemanagement grundsätzlich die in den Anlagerichtlinien vorgegebene Benchmark (Musterportfolio) nach.

Am 1. Oktober 2025 traten überarbeitete Anlagerichtlinien in Kraft. Die Benchmark setzt sich weiterhin aus einer Komponente mit verzinslichen Wertpapieren (Rentenanteil) und einer Aktienkomponente zusammen. Die Inflationsindexierten Anleihen wurden aus dem zulässigen Anlageuniversum gestrichen.

Die Teil-Benchmark für den Rentenanteil besteht nun nur noch aus den im iBoxx-€-Covered-Index enthaltenen Wertpapieren, die zulässige Anlageinstrumente sind. Sie wird im Dreimonatsrhythmus angepasst. Zulässige Anlageinstrumente sind gemäß den Anlagerichtlinien deutsche Pfandbriefe und französische Covered Bonds mit einem Mindestrating von AA- von Fitch oder Standard & Poor's oder Aa3 gemäß Bewertung der Ratingagentur Moody's.

Die Teil-Benchmark für den Aktienanteil besteht aus dem MSCI-World-Index, dem MSCI-World-Screening-Net-USD-Index (MSCI World Screened) sowie dem Deutschen Aktienindex (DAX). Der MSCI-World-Screened-Net-USD-Index ersetzte den MSCI-World-Low-Carbon-SRI-Leaders-Net-Return-Index. Der MSCI World und der MSCI World SRI werden gemäß den Anlagerichtlinien passiv über den Erwerb von physisch replizierenden Exchange Traded Funds (ETF) abgebildet.

Die Zielquote für den Aktienanteil beträgt 60 %. Davon sollen

- 25 % auf den DAX-Index,
- 45 % auf den MSCI-World-Index,
- 30 % auf den MSCI-World-Low-Carbon-SRI-Leaders-Index entfallen.

Im Falle einer Abweichung der tatsächlichen Aktienquote des Portfolios um mehr als 10 Prozentpunkte von der Zielaktienquote wird die Abweichung auf 7,5 Prozentpunkte zurückgeführt und die Ziel-Unterquoten in der Aktien-Benchmark wiederhergestellt.

3 Organisation des Anlageprozesses

Das Anlagemanagement verfolgt eine passive Strategie, die auf die Nachbildung der Benchmark abzielt, und steht unter der laufenden Überwachung durch das Risikocontrolling der Deutschen Bundesbank.

Die Vermögensverwaltung für die Stiftung „Geld und Währung“ erfolgt grundsätzlich nach den gleichen hohen Kontroll- und Qualitätssicherungsstandards, die von der Bundesbank auch hinsichtlich der Verwaltung anderer fremder bzw. eigener Vermögenswerte angewendet werden.

Handelsaktivitäten werden vom Anlagemanagement im Vieraugenprinzip initiiert und von der Handelsabteilung umgesetzt. Alle Käufe und Verkäufe werden als Direktgeschäfte mit Geschäftsbanken getätigt (over-the-counter, OTC), wobei jeweils zeitgleich Gebote von mehreren Banken eingeholt werden (Konkurrenzhandel).

Anlagemanagement und Handel sind im Zentralbereich Märkte angesiedelt und personell und organisatorisch von dem unabhängigen Risikocontrolling und von der im Zentralbereich Zahlungsverkehr angesiedelten Wertpapierabwicklung getrennt. Alle drei Bereiche sind verschiedenen Vorstandsmitgliedern unterstellt.

B Marktentwicklung

1 Wirtschaftsentwicklung und Finanzmärkte

Das Wachstum der **Weltwirtschaft** hat sich im abgelaufenen Jahr 2025 trotz der Bürde einer neuen US-Zollpolitik und trotz der weiter erhöhten Unsicherheit recht gut behauptet. Diese Widerstandsfähigkeit lässt sich einerseits auf die Investitionen im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz zurückführen, die insbesondere in den Vereinigten Staaten zu Buche schlugen. Andererseits erhöhten wachstumsfördernde Maßnahmen der Politik in verschiedenen großen Volkswirtschaften die Widerstandsfähigkeit. Weitere Unterstützung kam durch die gesunkenen Ölpreise, günstigere Finanzierungsbedingungen und – gemessen an den Ankündigungen – maßvolle Zollsatzsteigerungen. Der Ausblick fällt nach wie vor verhalten aus, vergleicht man ihn mit dem vor der Pandemie verbuchten Durchschnitt. Das weltweite Wirtschaftswachstum soll den Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF)³ nach im Jahr 2025 bei 3,3 % gelegen haben und auch die beiden nächsten Jahre dort verbleiben. Die Industrieländer wuchsen nur um rund 1,7 %.

Das Wachstumsniveau des **Welthandels** blieb mit 4,1 % auch im abgelaufenen Jahr in der Nähe des Trendniveaus des vorherigen Jahrzehnts von rund 4,0 %. Der Handel stützte sich allerdings besonders auf den starken Anstieg der zollbedingt vorgezogenen Nachfrage im ersten Halbjahr. Aber auch die robusten Ausfuhren von Halbleitern im Kontext der hohen KI-bezogenen Investitionen und die relativ kräftige Wachstumsdynamik in den Schwellenländern beflügelten den grenzüberschreitenden Austausch. Infolge der negativen Auswirkungen der US-Zölle dürfte nach den Projektionen des IWF das Wachstum in den Jahren 2026/27 auf 2,6 % und 3,2 % zurückgehen.

Auch die **Wirtschaft des Euroraums** zeigte sich angesichts der Herausforderungen im vergangenen Jahr robust. Bei der sektoralen Zusammensetzung des Wachstums spielten Dienstleistungen und hier insbesondere die Informations- und Kommunikationsbranche die Hauptrolle. In der Industrie und im Baugewerbe blieb die Wirtschaftstätigkeit unverändert verhalten. Im nächsten Jahr dürften die 2025 angekündigten zusätzlichen Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung, insbesondere in Deutschland, zur Stützung der Binnenwirtschaft beitragen. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) lag den Ziffern des IWF zufolge 2025 voraussichtlich bei 1,4 % und wird in den Jahren 2026 und 2027 dort verbleiben. In Deutschland liegen die Werte bei 0,2 %, 1,1 % und 1,5 %.

Auf dem Gebiet der **Fiskalpolitik** hat Deutschland mit den Gesetzesänderungen von Anfang März eine neue Situation geschaffen: Statt – wie im Herbst 2024 noch von den meisten Prognoseeinrichtungen erwartet – zu sinken, weitet sich nun auch in Deutschland das Staatsdefizit aus, von 2,5 % des BIP im Jahr 2025 auf 3,4 % in diesem und auf 4,0 % im nächsten Jahr. Im Euroraum liegen die Prognosen bei 3,2 %, 3,4 % und 3,7 %. Die USA fahren ihre Neuverschuldung nach Jahren mit zweistelligen Defiziten etwas zurück (7,4 %, 7,9 % und 7,6 %).

Die **Inflation** in den Industrieländern gemäß IWF-Abgrenzung schwächte sich im Laufe des vergangenen Jahres weiter ab und betrug 2,3 % nach 2,9 % im Vorjahr. Der zugrundeliegende Preisdruck flammte jedoch immer wieder auf: Verantwortlich dafür war die Tatsache, dass die Teuerungsrate für Energie nicht mehr so tief im negativen Bereich lag. Die Gesamtinflation in den Industrieländern wird sich den

³ Alle makroökonomischen Daten aus: IWF World Economic Outlook, Januar 2026, bzw., falls keine aktualisierten Werte: Oktober 2025.

Erwartungen des IWF zufolge im Jahr 2026 weiter auf den Wert von 2 % zurückbilden. In der Eurozone und in Deutschland liegen die Prognosen zehn bis 30 Basispunkte niedriger.

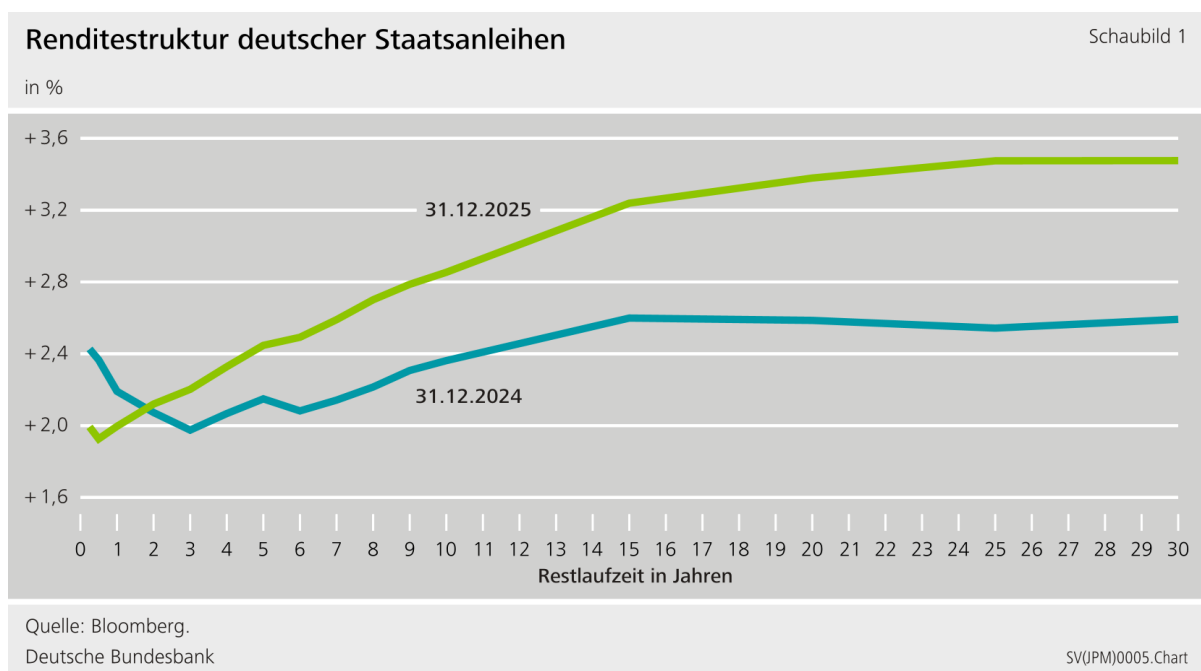
Vor dem Hintergrund der Beruhigung der Preissteigerungsraten, vor allem in der ersten Jahreshälfte 2025, wurde die **Geldpolitik** des Euroraums im ersten Halbjahr expansiver ausgerichtet: Der EZB-Rat setzte in vier Schritten die Leitzinssätze um je 25 Basispunkte nach unten, sodass der maßgebliche Satz für die Einlagefazilität von 3,0 % auf 2,0 % sank. Die Fed folgte im zweiten Halbjahr mit drei Zinssenkungen um je 25 Basispunkte für die Untergrenze der Federal-Funds-Rate von 4,25 % auf 3,50 %. Gleichzeitig senkten beide Notenbanken im Jahr 2025 ihre Bilanzsummen.

Hinsichtlich der genannten **neuen US-Zollpolitik** ist der 4. März 2025 zu erwähnen: An diesem Tag verkündete US-Präsident Trump Importzölle von 25 % auf Importe aus Kanada und Mexiko. Ebenso verdoppelte er per Dekret die Zölle von Importen aus China auf 20 %. Die Aktienkurse brachen weltweit ein, und die Renditen von europäischen Anleihen stiegen um rund 40 Basispunkte im Zehnjahres-Bereich an. Einschneidend für das Geschehen an den Finanzmärkten war auch der 2. April des Jahres: An diesem Tag verkündete US-Präsident Trump den "Liberation Day". Damit waren die größten Zollerhebungen seit den 1930er Jahren gemeint. Er kündigte Zölle in Höhe von 10 % für alle US-Importe und höhere Zollsätze für rund 60 Länder an, die einen Handelsbilanzüberschuss gegenüber den Vereinigten Staaten auswiesen. In der Folge kam es das gesamte Jahr hindurch zu immer neuen Ankündigungen und weiteren Verhandlungen, die schließlich zu niedrigeren als den angekündigten Zollsätzen führten.

Zum anderen schwelte das ganze Jahr hindurch die **Verunsicherung über Frankreichs Schuldenpolitik**: Seit der Parlamentswahl Mitte 2024, bei der keiner der drei großen Blöcke in der Nationalversammlung eine ausreichende Regierungsmehrheit bekommen hatte, bestimmte Ratlosigkeit die politische Klasse. In diesem Umfeld sorgten sich Investoren zunehmend um die hohen Staatsschulden, die sich inzwischen auf mehr als 110 % der Wirtschaftsleistung belaufen. Die von der Regierung geplanten Einsparungen der Staatsausgaben, vor allem die anstehende Rentenreform, spaltete weiterhin die Legislative. Der am 9. September 2025 neu eingesetzte Regierungschef Lecornu warf zwischenzeitlich das Handtuch, ist seit dem 12. Oktober indes wieder im Amt. In diesem Umfeld setzte die Agentur Fitch am 12. September das Rating der „Grande Nation“ erneut herab, jetzt auf das Niveau A+; am 17. Oktober folgte S&P mit einer ebensolchen Herabstufung.

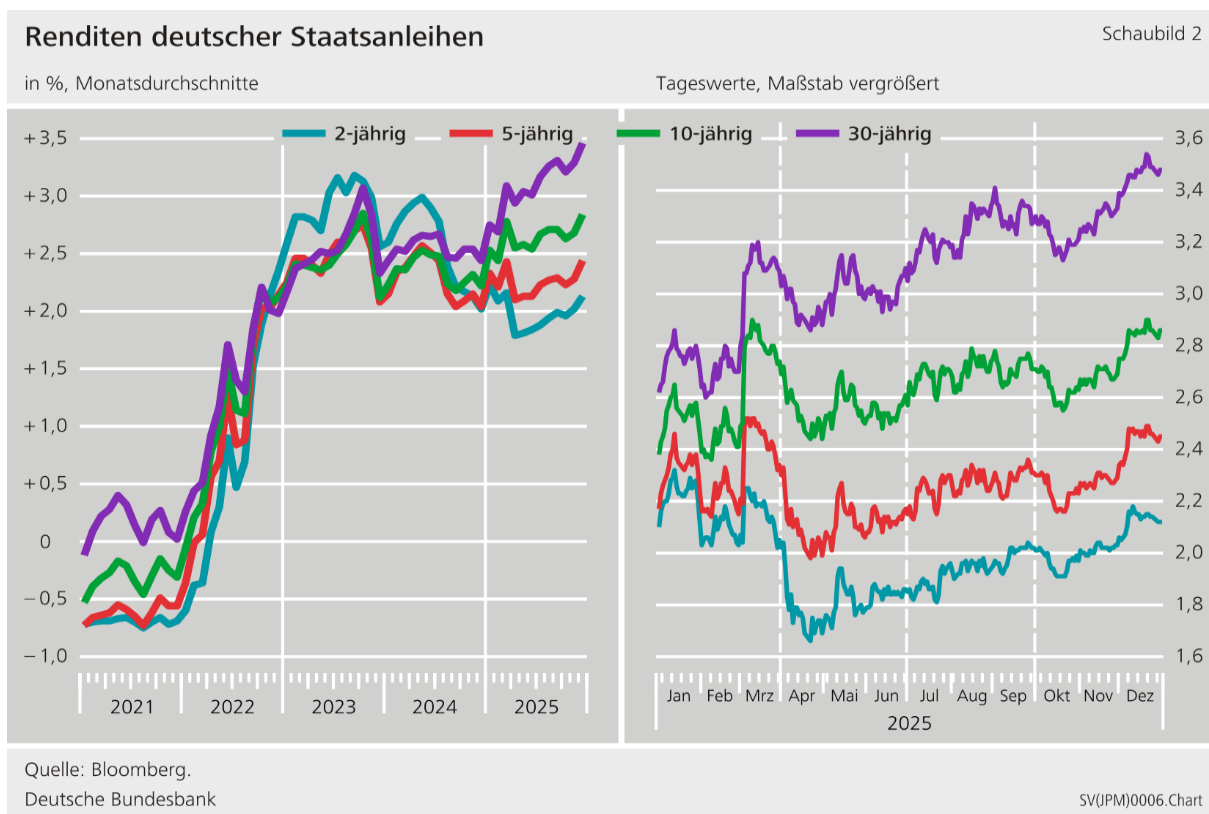
2 Anleihen der Bundesrepublik Deutschland und anderer Staaten des Euroraums

Mit den verhaltenen Notenbank-Zinssenkungen in den Industrieländern im Jahr 2025 gingen auch die Zinssätze am kurzen Ende der Renditestruktur deutscher Staatsanleihen zurück. Nachdem bereits Ende des Jahres 2024 die langfristigen Renditen von Bundesanleihen erstmals nach gut zwei Jahren wieder über dem Niveau kurzfristiger Renditen lagen, stieg die Spanne im Laufe des Jahres 2025 weiter an. Die höchsten Sätze wiesen am Jahresende die am längsten laufenden Anleihen mit 3,5 % Rendite auf. Kürzer laufende Bundesanleihen rentierten zum Jahresultimo um die 2,0 % (**Schaubild 1**).



Die Betrachtung des Verlaufs der Renditen innerhalb des abgelaufenen Jahres (**Schaubild 2**) zeigt noch einmal die im Gesamtjahr unterschiedliche Entwicklung: Die Renditen der zweijährigen Papiere stagnierten per saldo (nachdem sie unterjährig vorübergehend nachgaben), während die längeren Renditen gestaffelt nach Laufzeit anstiegen: Für die fünf-, zehn- und 30-jährigen Bundesanleihen erhöhten sie sich um 20, 50 und 90 Basispunkte.

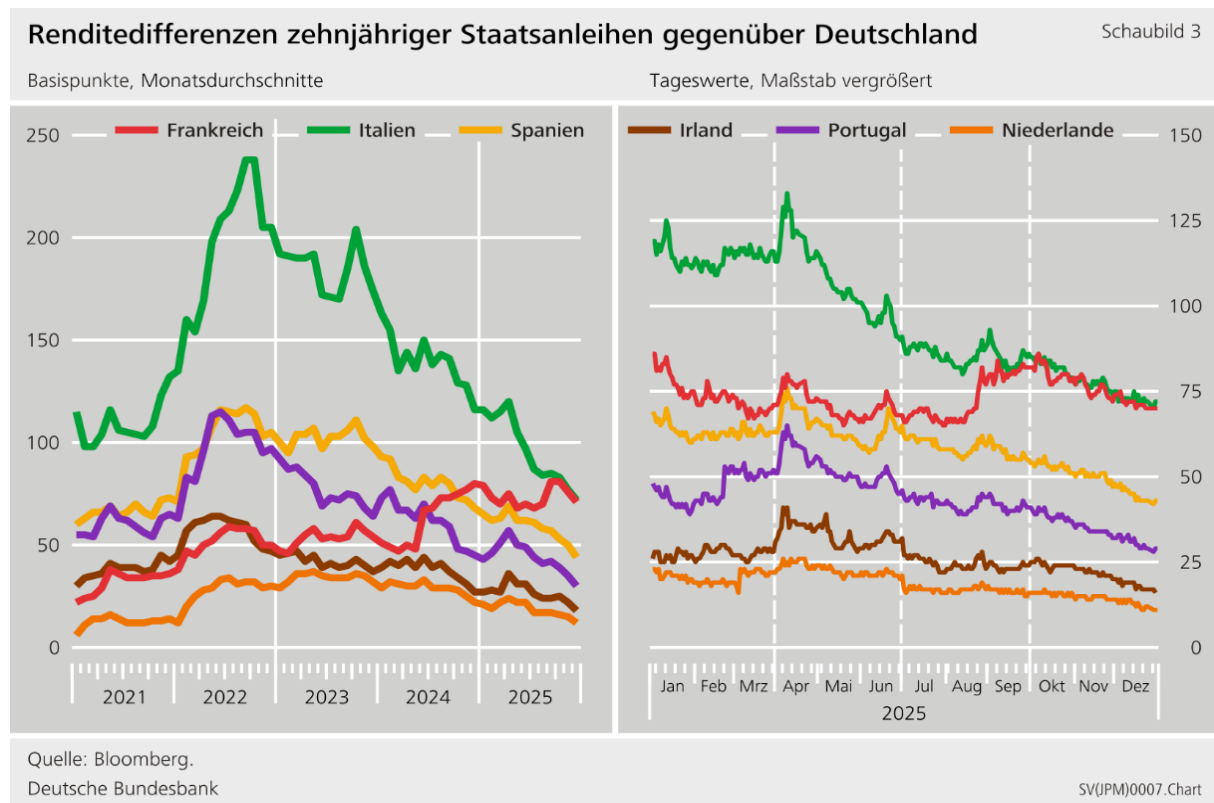
Die im historischen Vergleich immer noch eher niedrigen langfristigen Renditen zeigen das Vertrauen der Märkte auf hiezulande dauerhaft niedrige Inflationsraten mittels vergleichsweise solider Fiskal- und Geldpolitik (s. auch Kapitel B.1). Anleger halten nach rund sieben Jahren Null- oder gar Negativzinsen für zehnjährige Bundesanleihen die Rentenanlage generell wieder für attraktiv. Dieser Effekt glich den Rückzug des Eurosystems vom Anleihemarkt innerhalb der letzten Jahre aus. Darüber hinaus ist in Schaubild 2 ein Anstieg der Renditen von Bundesanleihen über alle Laufzeiten hinweg Anfang März ersichtlich, als Anleger mit Bekanntgabe der erhöhten Neuverschuldung („Sondervermögen“) kurzfristig höhere Renditeaufschläge verlangten.



Wie schon in den beiden Vorjahren engten sich auch im Jahr 2025 die Renditeabstände **auf den drei im Folgenden betrachteten Märkten**, nämlich dem der europäischen Staatsanleihen (**Schaubild 3**), der Sub-Sovereigns, Supranationals & Agencies (SSA)-Anleihen (**Schaubild 4**) und der gedeckten Anleihen (**Schaubild 5**) alles in allem leicht ein. Die Renditedifferenzen zeigten sich lediglich vorübergehend vom "Liberation Day" am 2. April und in den Wochen vor der Herabstufung des Ratings von Frankreich durch die Agentur Fitch am 12. September beeinflusst: Sie durchbrachen kurzzeitig ihren Abwärtstrend und stiegen – hervorgerufen durch Umschichtungen in sichere Bundesanleihen – gestaffelt nach Risikograd an. Nach einigen Wochen nahmen die meisten Renditedifferenzen allerdings ihren generellen Abwärtstrend wieder auf.

Die Renditedifferenzen von **Staatsanleihen anderer Länder** des Euroraums gaben per saldo mehr oder weniger nach (**Schaubild 3**). Die Renditedifferenzen der Frankreich-Anleihen sanken um nur 15 Basispunkte, diejenigen Italiens um fast 50 Punkte. Das gesamte Jahr über rentierten die französischen Staatsanleihen höher als die drei bis vier Stufen schlechter bewerteten Anleihen Spaniens und Portugals, seit September zeitweilig sogar über den Anleihen Italiens. Investoren sorgten sich zunehmend um die hohen Staatsschulden Frankreichs, die sich inzwischen auf mehr als 110 Prozent der Wirtschaftsleistung belaufen.

Neben der an den Finanzmärkten weithin beachteten Herabstufung Frankreichs erfolgten im abgelaufenen Jahr durch die drei großen Ratingagenturen sowohl Herabstufungen der Kreditwürdigkeit von Euro-Ländern (Belgien, Österreich, Finnland) als auch Heraufstufungen (Italien, Griechenland, Portugal). Für Deutschland und die Niederlande wurde die AAA-Bewertung unverändert gelassen.



3 Anleihen von staatlich dominierten und supranationalen Emittenten (SSA)

Wie die Renditedifferenzen der EWU-Staatsanleihen liefen auch die **Renditedifferenzen für staatlich dominierte und supranationale Anleihen** im Gesamtjahr 2025 leicht nach unten (per saldo um fünf bis 20 Basispunkte). Auch hier zeigten sich spiegelbildlich die beiden Einbruchphasen der Bundrenditen in vorübergehenden Anstiegen der Renditedifferenz: Zu Beginn des Aprils und des Septembers weiteten sich die Differenzen kurzzeitig aus, um sich danach wieder auf das zuvor erreichte Niveau zurückzubilden (**Schaubild 4**). Die Rendite der CADES-Anleihe sank sogar stärker als die entsprechenden Anleihen anderer Jurisdiktionen (per saldo um 20 Basispunkte im Jahresverlauf). Allerdings ist dies allein dem Umstand zu verdanken, dass die Anleiherendite im Vorjahr besonders steil angestiegen war.

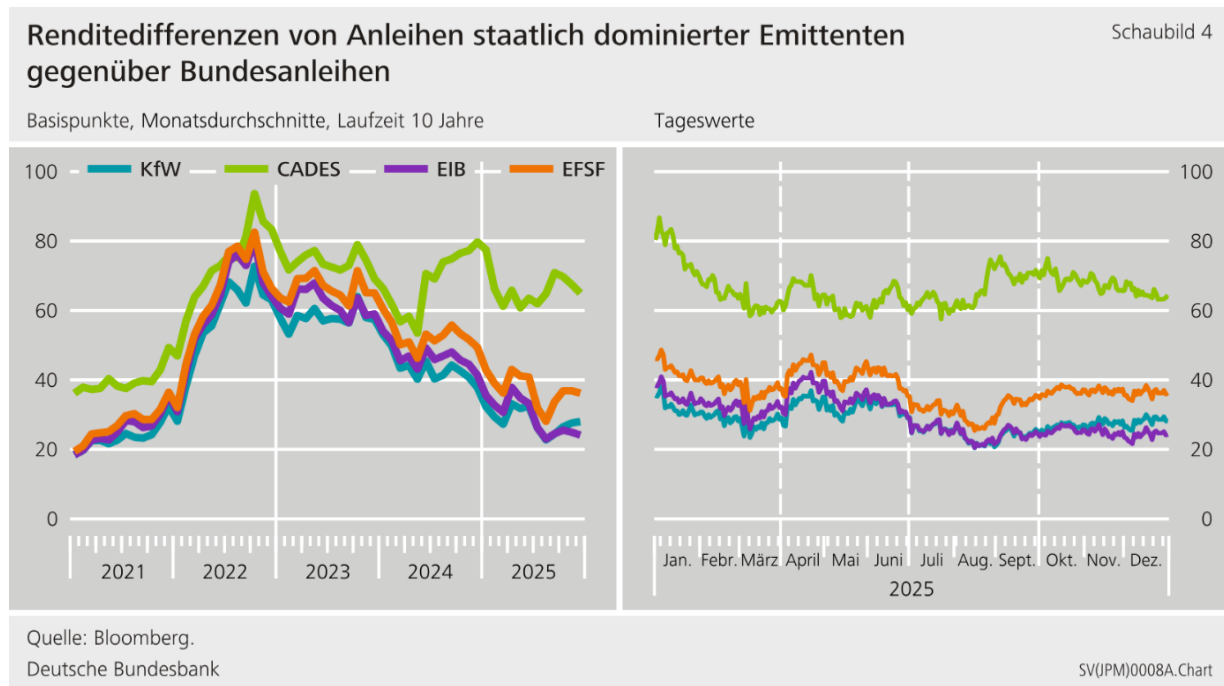
Der generell leichte Rückgang der Renditedifferenzen zeigt die robuste Verfassung der SSA-Märkte als Anlagealternative zu Staatsanleihen mit ähnlich hoher Sicherheit. Die etwas geringere Liquidität an den SSA-Märkten sollte für Langfristinvestitionen – zum Beispiel von Pensionsvermögen – nicht hinderlich sein.

Die SSA-Emittenten unterstützten die Staaten bei der Refinanzierung der Kosten der Herstellung äußerer Sicherheit, Renovierung der Infrastruktur und Abmilderung des Energiepreisanstiegs: Entsprechend wuchs das Emissionsvolumen auf dem SSA-Markt – die Angebotsseite – auch im Jahr 2025 um 11 % auf 317 Mrd €; lediglich im Jahr 2021 lag es mit 329 Mrd € noch höher.

Die größte Veränderung auf der Nachfrageseite war der anhaltende Rückzug des Eurosystems als größter preisunsensibler Investor im Zuge des „Quantitative Tightenings“. Gleichzeitig überkompensierten

private Nachfrager Neu- und Bestandsemissionen über das gesamte Jahr hinweg, so dass die Renditeabstände insgesamt zurückgingen.

Wie oben dargestellt revidierten die Ratingagenturen S&P und Fitch ihre Einschätzung zur Bonität des französischen Staates nach unten. Unmittelbar nach diesen Herabstufungen wurden auch die Bonitätsstufen der staatsnahen Emittenten aus der französischen Jurisdiktion angepasst.

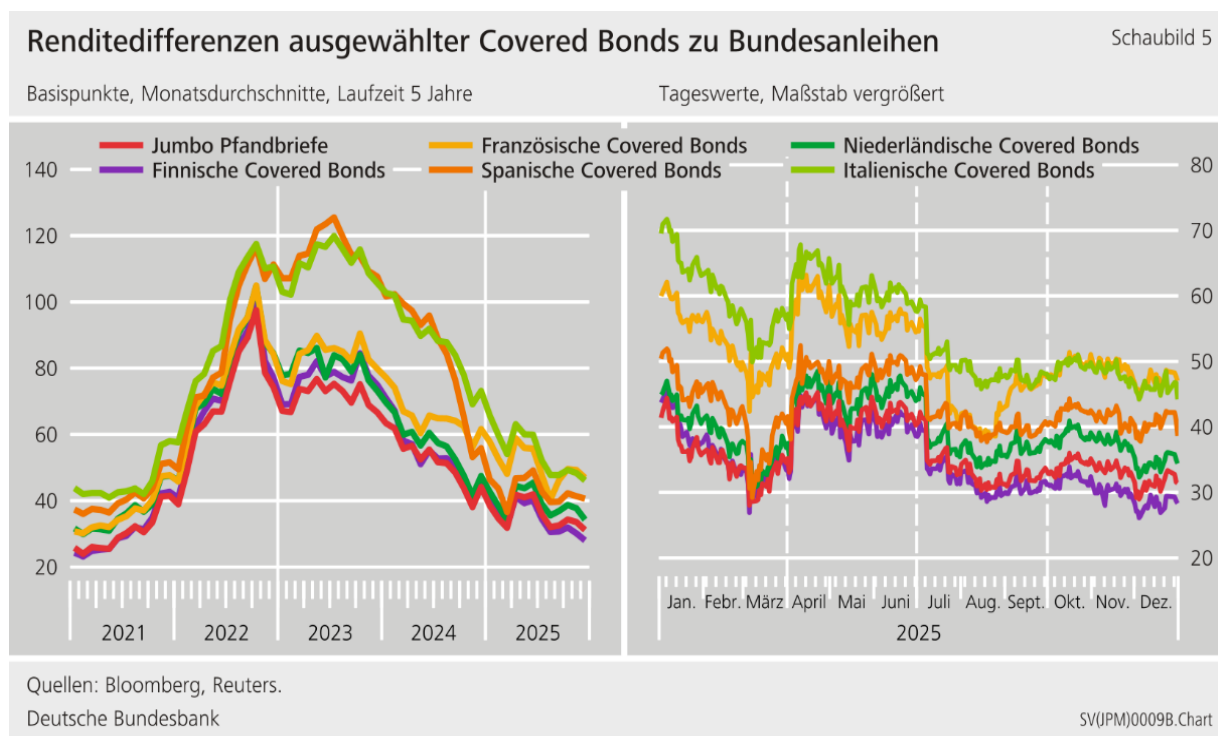


Die **EU als größter Euro-SSA-Emittent** stellte im abgelaufenen Jahr weitere Weichen für die Zukunft: Zwar hat die Kommission entschieden, das Konjunkturprogramm **NextGenerationEU** (NGEU) über das Jahr 2026 hinaus nicht zu verlängern. Da NGEU vollständig über die Schuldenaufnahme am Kapitalmarkt finanziert wird, wird dies dazu führen, dass die Emissionstätigkeit der Staatengemeinschaft ab 2027 spürbar nachlassen wird. Allerdings hat die EU neue Initiativen ins Leben gerufen, durch welche das unmittelbare Angebot an Anleihen über 2026 hinaus weiterhin auf hohem Niveau bleiben dürfte. So wurde Ende Mai 2025 mit der **Security Action for Europe (SAFE)** ein 150 Mrd € schweres Programm auf die Beine gestellt, welches bis einschließlich 2030 läuft. SAFE ist Teil des von der EU-Kommission im März 2025 vorgestellten Plans zur Wiederaufrüstung Europas („ReArm Europe/Readiness 2030“) und sieht umfangreiche Investitionen im Sicherheits- und Verteidigungssektor vor. So wie im Falle von NGEU erfolgt die Refinanzierung vollständig über die gemeinsame Verschuldung mittels EU-Anleihen. Kurz vor Weihnachten beschloss die EU zudem, der **Ukraine** weitere Finanzhilfen in Höhe von 90 Mrd € zur Verfügung zu stellen. Das Kapital soll als zinsloser Kredit gewährt werden und den militärischen Bedarf für die nächsten zwei Haushaltsjahre decken. Auch diese Mittel sollen über den Kapitalmarkt eingesammelt werden. Das anhaltende Ziel der EU, ihre Wertpapiere zukünftig vom Markt als Teil des Staatsanleihen-Segments betrachten und damit in entsprechenden Bond-Indizes von namhaften Anbietern aufnehmen zu lassen, wurde allerdings auch im Jahr 2025 nicht erreicht.

4 Pfandbriefe und andere Covered Bonds

Die oben dargestellten generellen Makroentwicklungen zeigten sich auch auf **dem Covered Bond-Markt (Schaubild 5)**: Anfang April und – in recht geringem Ausmaß – auch Anfang September zogen die Renditedifferenzen vorübergehend an, nahmen aber nach einigen Wochen den grundsätzlich im Laufe des Jahres beobachteten Abwärtstrend wieder auf. Per saldo sanken die Spreads um zehn bis 25 Basispunkte. Auch die französischen Covered Bonds profitierten vom generellen Abwärtstrend, doch lediglich in mäßigem Umfang; am Jahresende rentierten sie sogar über dem Niveau italienischer gedeckter Schuldverschreibungen.

Auf der Angebotsseite schienen sich die Emittenten zum Jahresstart eher auf die Ausgabe von ungedeckten Anleihen zu fokussieren. Dieses träge anmutende Umfeld hielt in den folgenden Monaten weiter an. Im April sorgten die Ankündigungen der neuen US-Zollpolitik sogar für Stillstand am Covered Bond-Markt, der sich erst mit dem von der US-Regierung beschlossenen Aufschieben und Abmilderungen der Zollmaßnahmen wieder auflöste. Mit dem Sommer wurde das Emissionsaufkommen am Primärmarkt spürbar dynamischer. Getragen wurde diese Entwicklung von geringeren Renditedifferenzen sowie einer weiterhin hohen Nachfrage. Auffallend war, dass französische Banken zu den aktivsten Emittenten von Covered Bonds im Benchmarksegment gehörten. Insgesamt konnten im Jahr 2025 Covered Bonds im Volumen von 155 Mrd € im Markt platziert und damit das Emissionsvolumen aus dem Vorjahr (147 Mrd €) übertroffen werden.

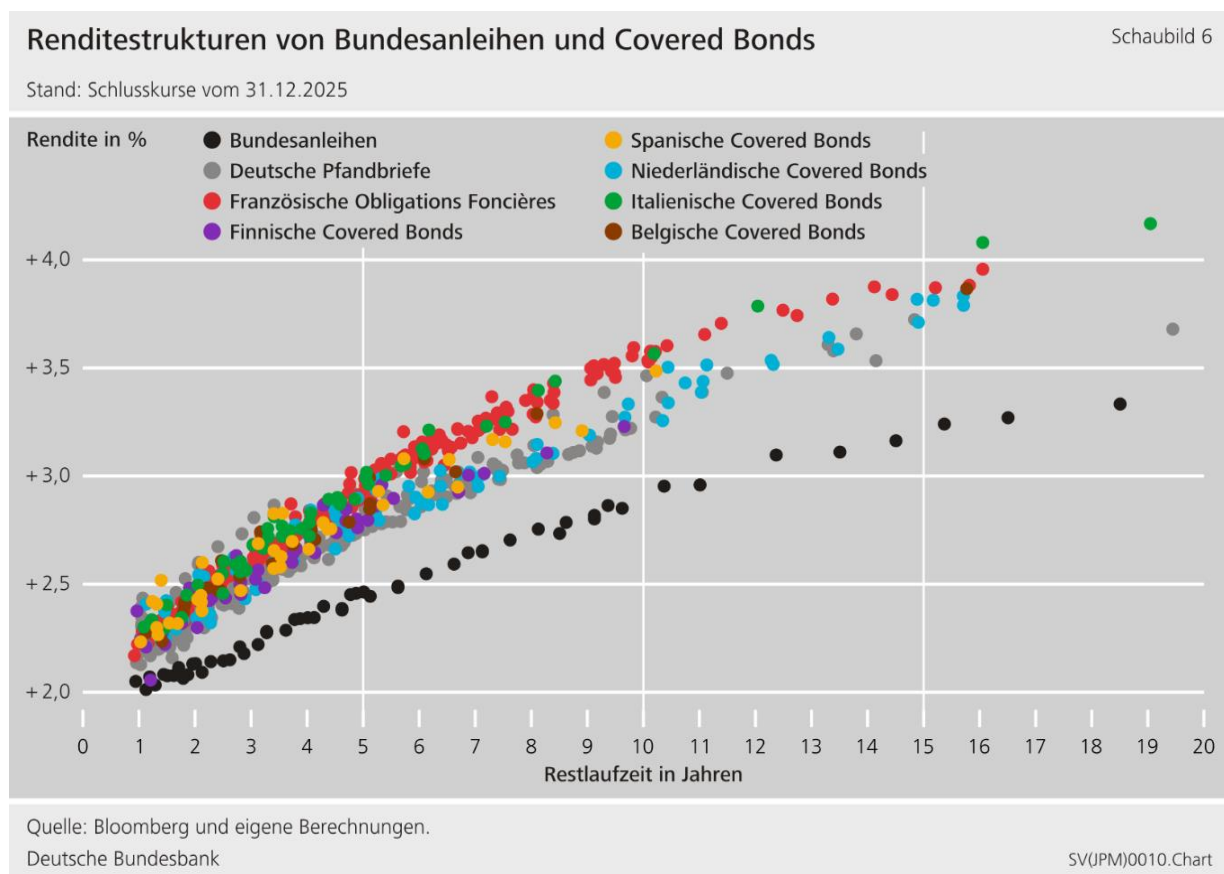


Das über das Jahr 2025 konstant hohe Interesse auf der Nachfrageseite kam unter anderem in niedrigen Neuemissionsprämien (NIP) sowie hohen Bid-to-cover-Ratios zum Ausdruck. So notierte die durchschnittliche NIP im Jahr 2025 bei 1,0 Basispunkten, während für die vorangegangenen zwei Jahre Werte von 2,6 beziehungsweise 5,8 Punkte zu Buche standen. Private Anleger schichteten aufgrund des generell erhöhten Zinsniveaus wieder in festverzinsliche Anleihen um. Der so generierte Kaufschub war stark

genug, um die ausbleibenden Eurosystem-Käufe nach Beendigung der Ankaufprogramme im Jahr 2024 zu kompensieren.

Die im Juli 2022 in Kraft getretene **EU-Covered Bond-Direktive** wirkte bis ins Jahr 2025 nach: Der durch die Direktive neu eingeführte Premium-Covered Bond ermöglicht institutionellen Investoren in einfacher Weise und EU-weit, die Zulässigkeit für eine reduzierte Eigenmittelanforderung der Aufsichtsbehörden (CRR) zu prüfen. Dies stützte die Nachfrage nach dieser Anleihekategorie nachhaltig.

Ende des Jahres 2025 wies die Renditestrukturkurve der Covered Bonds aller dargestellter Jurisdiktionen eine übliche Form auf, d.h. längere Restlaufzeiten gingen mit höheren Renditen einher (**Schaubild 6**).



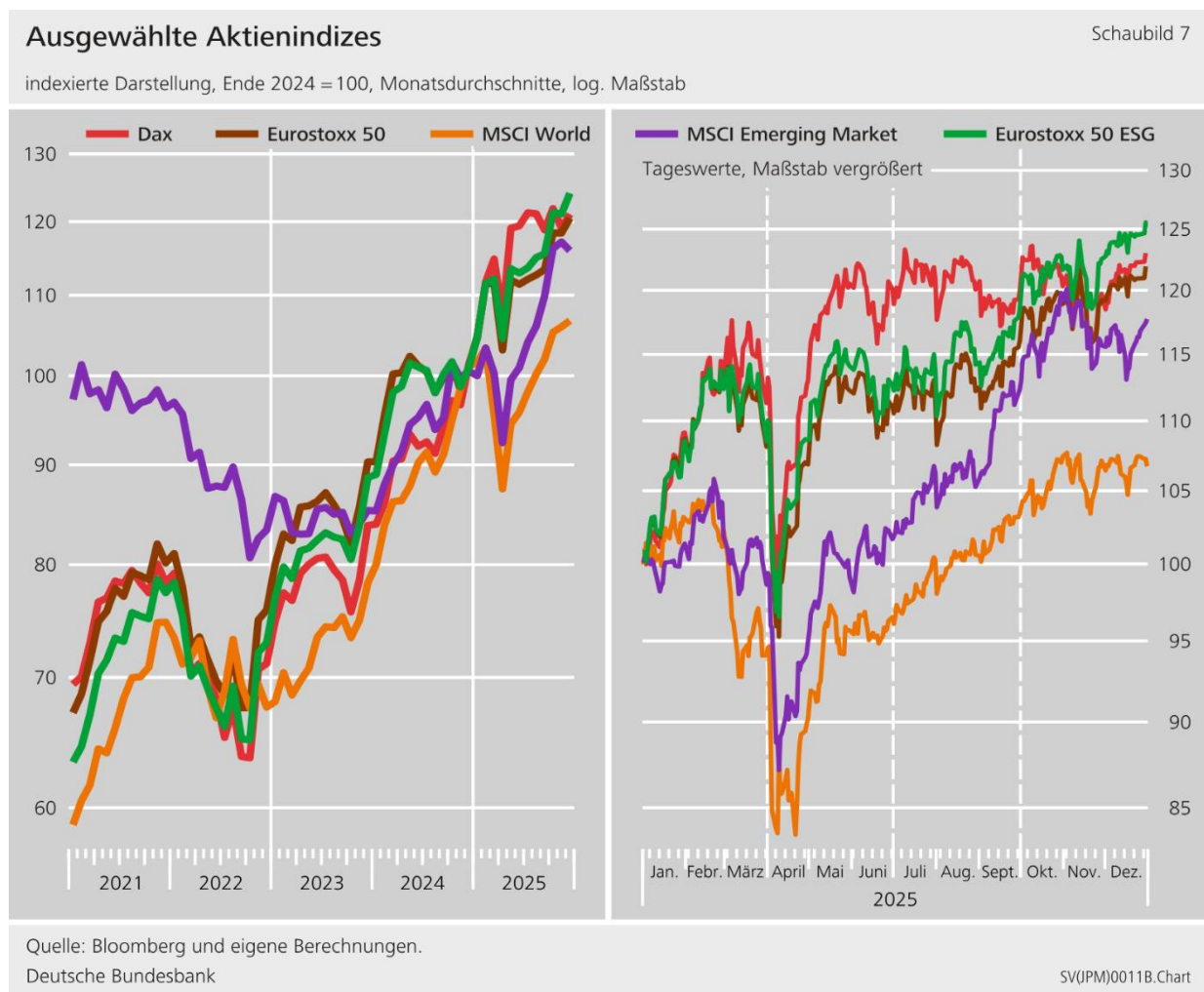
5 Aktienmärkte

Der Anstieg der Kurse an den **Aktienmärkten** im Euroraum und in den Vereinigten Staaten über das gesamte Jahr hinweg war nach der guten Entwicklung in beiden Vorjahren und mit Blick auf die geopolitischen Krisenherde nicht unbedingt zu erwarten: Die Wirtschaft im Euroraum schwächelte, insbesondere in Deutschland; und tatsächlich lösten die Ankündigung der neuen US-Zollpolitik im März und April und – in deutlich geringerem Maße – das Unbehagen der Anleger hinsichtlich der Bewertungen US-amerikanischer KI-Aktien im November vorübergehende Verkaufswellen aus.

Dagegen vermochten die über den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg soliden Gewinnmeldungen der meisten Unternehmen diese Bedenken augenscheinlich zu zerstreuen. Insgesamt entwickelten sich

die Aktienkurse im Euroraum besser als in den USA, was zum Teil auf die Sorge vor überhöhten Bewertungen, rückläufigen Liquiditätsbeständen und wachsenden wechselseitigen finanziellen Abhängigkeiten zwischen einzelnen KI- und weiteren Tech-Unternehmen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen war.

Somit performte im Jahr 2025 unter den hier betrachteten Indizes der MSCI World-Index mit einem Zuwachs von 6,8 % (Eurobasis) am schlechtesten; nicht zuletzt die Abwertung des US-Dollars bedingte das Minderwachstum des zu über 70 % aus US-Aktien bestehenden Index. Der MSCI Emerging Market-Index gewann 17,8 %. Besser liefen die europäischen Indizes: Der deutsche Aktienindex DAX stieg um 23,0 %. Dieser trieb auch die europaweiten Pendants, die um 24,8 % (Eurostoxx 50 ESG) und 21,9 % (Eurostoxx 50) stiegen (**Schaubild 7**).



C Bericht des Portfoliomanagements

1 Kontobewegungen

Die Auszahlungen der Stiftung „Geld und Währung“ vom Girokonto „Stiftung Geld und Währung - Vermögensverwaltung“ beliefen sich im Jahr 2025 auf 900.000 € und lagen damit auf dem Niveau von 2024 (siehe nachfolgende Kassenflussrechnung). Die Gesamtsumme wurde im Januar 2025 ausgeschüttet.

Die Einzahlungen aus Kapitalerträgen beliefen sich auf 1.503.791,95 €. Im Vergleich zum Vorjahr erhöhten sich die Kuponzahlungen auf 450.166,87 €. Die kontowirksamen Netto-Bardividenden blieben mit 1.053.625,08 € nahezu konstant. Guthaben auf dem Girokonto werden nicht verzinst. Daneben wurden als sonstige Erträge noch Schadensersatzzahlungen unserer Kontrahenten in Höhe von 42,96 € von der Bundesbank weitergegeben.⁴

Valutarische Kassenflussrechnung Stiftung Geld und Währung	
	31.12.2024 - 31.12.2025
Anfangsbestand valutarisches Kontoguthaben	153.976,72 €
(+) Wertpapierverkäufe	33.113.422,59 €
(+) Tilgungen	103.000,00 €
(+) Kuponzahlungen	450.166,87 €
(+) Dividendenzahlungen (netto)	1.053.625,08 €
(+) Sonstige Erträge / Quellensteuerrückerstattungen	42,96 €
(=) Summe Einzahlungen (Mittelzuflüsse)	34.720.257,50 €
(-) Wertpapierkäufe	-33.622.236,31 €
(-) Fremdgebühren (z.B. Zentralverwahrer, Transaktionssteuern)	-6.743,63 €
(-) Entgelte auf Girokontoguthaben	0,00 €
(-) Entnahmen	-900.000,00 €
(=) Summe Auszahlungen (Mittelabflüsse)	-34.528.979,94 €
Valutarischer Endbestand Kontoguthaben (vorbehaltlich rückwirkender Valutabuchungen)	345.254,28 €
Deutsche Bundesbank	

Im Jahr 2025 gab es Tilgungszahlungen in Höhe von 103.000,00 € und es wurden Wertpapierverkäufe im Wert von 33.113.422,59 € getätigt. Demgegenüber standen Auszahlungen für Wertpapierkäufe in Höhe von -33.622.236,31 €. Das im Vergleich zu 2024 deutlich erhöhte Volumen an Wertpapierumsätzen ist auf die Umschichtung des thesaurierenden ETFs, der den MSCI-World-Low-Carbon-SRI-Leaders-Net-

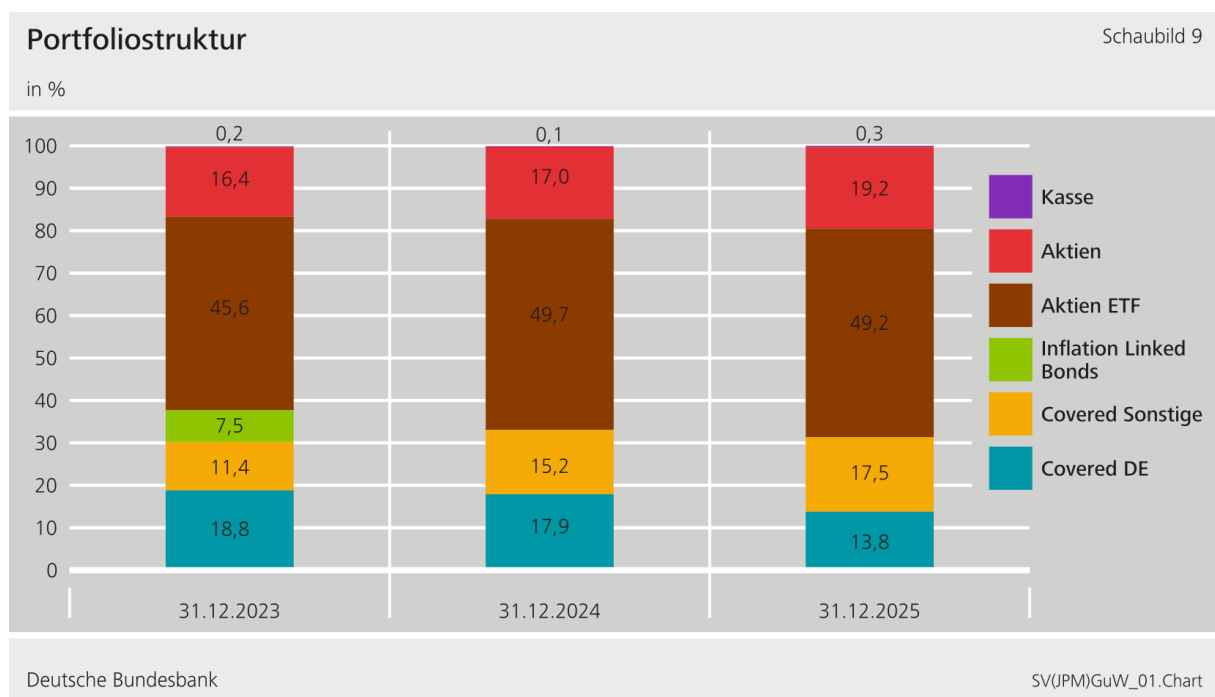
⁴ Diese sog. Cash Penalties sind Grund einer Novellierung der Zentralverwahrerrichtlinie (CSDR) im Falle einer verspäteten Lieferung von Wertpapieren zu zahlen und werden von der Bundesbank grundsätzlich an die Deponenten weitergegeben.

Return-Index (MSCI World SRI) nachbildet, in einen ausschüttenden ETF, der den vergleichbaren, ebenfalls nachhaltigen MSCI-World Screened-Index repliziert.

Darüber hinaus betrugen die dem Girokonto belasteten zahlungswirksamen Fremdgebühren 6.743,63 € für das vergangene Jahr. Hiervon entfielen 5.769,16 € auf die Depotgebühren für den Zentralverwahrer Clearstream, 614,98 € auf die Lizenzgebühren für den DAX (rückwirkend ab 2021) und 359,49 € auf Transaktionsgebühren.

2 Struktur des Portfolios

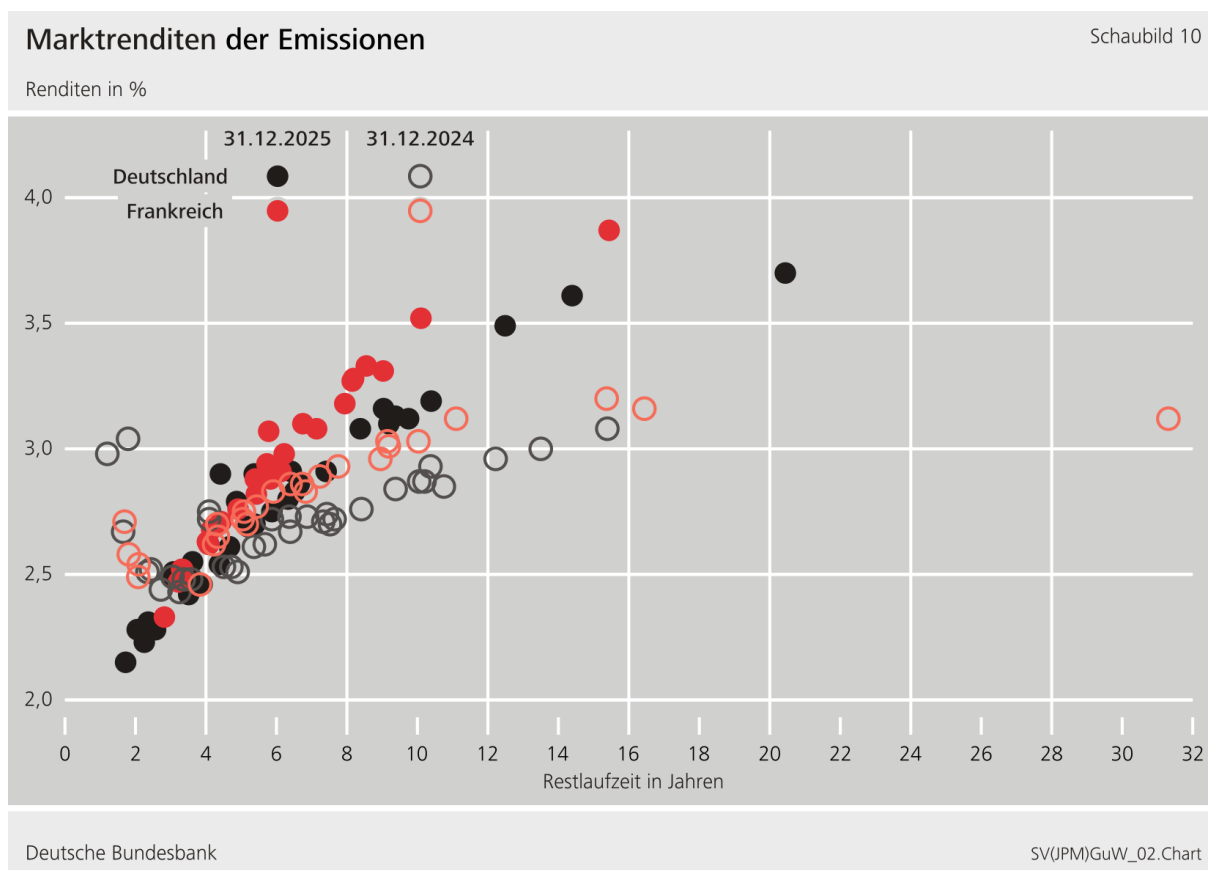
Die Portfoliostruktur der Stiftung im Zeitverlauf über die letzten drei Jahre zeigt das folgende Schaubild. Der relative Anteil der Aktienkomponenten im Portfolio (Einzeltitel DAX & ETF) stieg in 2025 im Vergleich zum Vorjahr weiter auf 68,4 % an. Ursächlich hierfür ist, dass die Aktienkurse im Laufe des Kalenderjahres 2025 marktwertbedingt entsprechend stärker gestiegen sind.



Die Aktienbenchmark besteht aus dem DAX, dem MSCI World und dem MSCI World SRI. Die Gewichte der Aktienkomponenten ergaben sich durch eine Aktienquotenerhöhung um 15 Prozentpunkte im Jahr 2020. Bei dieser erfolgte die Investition in einen den MSCI World SRI nachbildenden ETF zu Lasten des Rententeilportfolios. Seither sich ergebende Veränderungen der relativen Gewichte der Portfoliokomponenten DAX, MSCI World und MSCI World SRI sind auf unterschiedliche Wertentwicklungen dieser Komponenten zurückzuführen. Die Gewichtungen wurden durch die von Ende November bis Mitte Dezember 2025 durchgeführte Umschichtung vom MSCI World SRI in den MSCI World Screened nicht verändert. So entfielen am 31.12.2025 im Aktienportfolio ca. 41,1 % auf den MSCI World und ca. 30,9 % auf den MSCI World Screened, die beide über ETF abgebildet werden, sowie ca. 28,0 % auf die Einzeltitel des DAX.

3 Führung des Rententeilportfolios

Um die Sicherheit der Anlagen des Stiftungsvermögens zu gewährleisten, werden diese gemäß § 3 Abs. 4 der Anlagerichtlinien über die in Betracht kommenden Emittenten und Emissionen diversifiziert. Das Gesamtengagement bei einer Adresse soll 10 % des Stiftungsvermögens nicht übersteigen, eine einzelne Emission ist auf 5 % des Stiftungsvermögens begrenzt. Entsprechend wird der iBoxx-€-Covered-Index regelmäßig zum ersten Werktag eines jeden Monats adjustiert. Die Renten-Benchmark für den Covered-Bond-Anteil vollzieht diese Änderungen quartalsweise nach. Vom Anlagemanagement werden die Anpassungen der Benchmark im Portfolio durch geeignete Umschichtungen nachvollzogen, um einen Gleichlauf der Wertentwicklung von Portfolio und Benchmark zu gewährleisten. Die Nachbildung der Benchmark erfolgt in der Regel durch eine Auswahl an gedeckten Schuldverschreibungen, die die Eigenschaften der Benchmark nachbilden. Zum 31. Dezember 2025 enthielt das Portfolio 57 Covered Bonds von deutschen und französischen Emittenten, deren Marktrenditen zwischen 2,15 % für eine Restlaufzeit von knapp 2 Jahren und 3,87 % für eine Restlaufzeit von gut 15 Jahren lagen. Die maximale Restlaufzeit im Portfolio liegt bei 31 Jahren. Die Zinsstrukturkurve Ende 2025 hat sich gegenüber Ende 2024 mit Ausnahme des kurzfristigen Laufzeitbereichs versteilt. Die im kürzeren Laufzeitbereich inverse Zinsstrukturkurve bildete sich im Jahresverlauf 2025 zurück. Die französischen Covered Bonds wiesen weiter einen Spread gegenüber deutschen Pfandbriefen auf (siehe folgendes Schaubild).

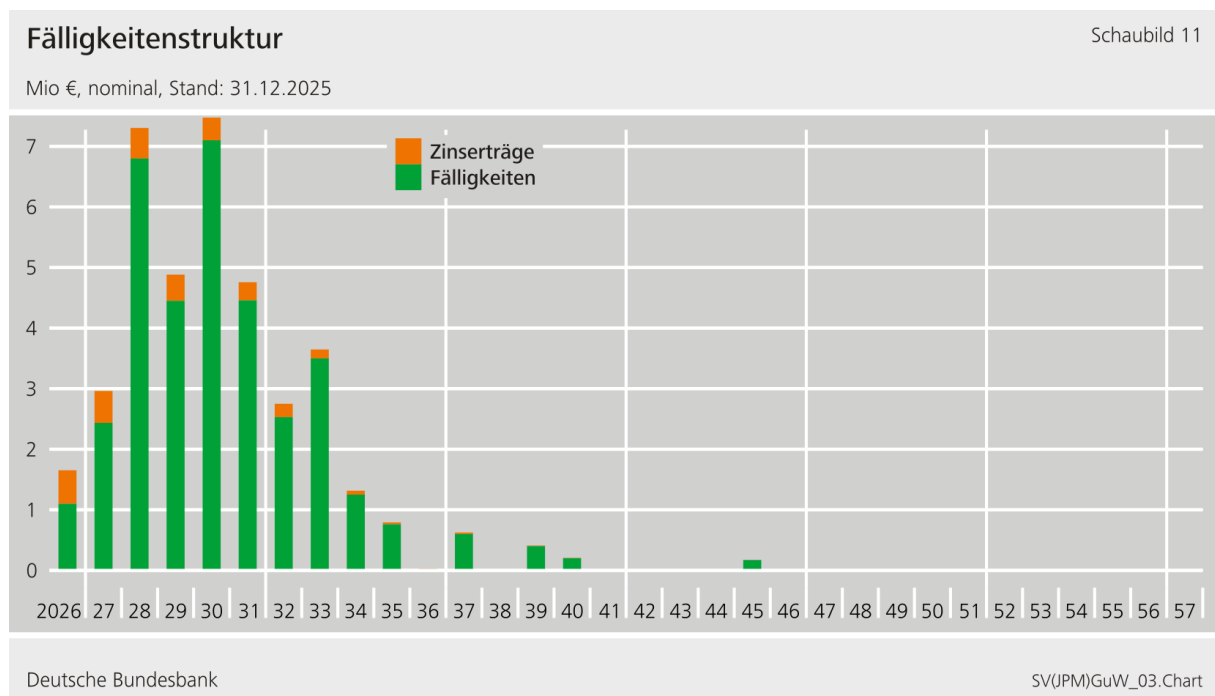


Die Umsätze zu den Benchmarkanpassungen und zur Reinvestition von Kontoguthaben wurden so gewählt, dass die durchschnittliche Rendite und die Gewichtung der Laufzeitbereiche sowie der Emittenten und Emittentengruppen im Rentenportfolio möglichst genau mit den entsprechenden Kennzahlen der Benchmark übereinstimmten. Dabei wurde darauf geachtet, die Anzahl der Transaktionen und damit die Transaktionskosten gering zu halten.

Im Jahr 2025 erfolgten 17 Rentenkäufe zu rund 7,7 Mio € und 16 Verkäufe zu rund 7,4 Mio €. Zwei Emissionen wurden bis zur Endfälligkeit gehalten (rund 100 Tsd €).

Die in der Berichtsperiode angefallenen Kuponzahlungen (insgesamt ca. 0,5 Mio €) wurden entsprechend der Benchmark zeitnah reinvestiert, sofern sie nicht zur Finanzierung der Entnahmen dienten. Aufgelaufene Kontoguthaben wurden zeitnah reinvestiert. Hierzu wurden Sekundärmarktkäufe genutzt, aber auch Käufe am Primärmarkt, um auch hier die Transaktionskosten gering zu halten.

Das Rententeilportfolio beinhaltet Wertpapiere mit einer Fälligkeit zwischen 2025 und 2045 entsprechend der Benchmarkvorgabe. Zum Berichtszeitpunkt ist das Teilportfolio volumenmäßig grob zu einer Hälfte in Papiere mit einer Restlaufzeit bis Mitte 2029 und zur anderen Hälfte darüber hinaus investiert. Die Fälligkeiten verteilen sich schwerpunktmäßig über die Jahre 2028 bis 2031 mit einem Volumen zwischen ca. 4,5 und 7,1 Mio €. Ab 2033 fallen diese mit zunehmender Laufzeit sukzessive, wobei einzelne Jahre keine Endfälligkeiten aufweisen (siehe folgendes Schaubild).



4 Führung des Aktienteilportfolios

Das Aktienportfolio besteht aus einer MSCI-World-, einer MSCI-World-Screened- und einer DAX-Komponente.

Der MSCI-World-Index wird durch ETF abgebildet. Der MSCI World beinhaltet mehr als 1.320 Aktien aus 23 entwickelten Märkten. Hierbei handelt es sich sowohl um Unternehmen mit großer als auch mittlerer Marktkapitalisierung, die rund 85 % des global investierbaren Aktienuniversums abbilden. Das Teilportfolio ist zu 2/3 in einen ETF des Anbieters HSBC und zu 1/3 in einen ETF des Anbieters Amundi investiert.

Der MSCI-World-Screened-Index wird ebenfalls durch ETF abgebildet. Dazu wurden ETF-Anteile des Anbieters iShares erworben. Der MSCI World Screened ist eine Teilmenge des MSCI-World-Index (bestehend aus 1.209 Aktien). Die Bestandteile des Referenzindex haben im Vergleich zu ihren regionalen und Branchenkollegen im Parent-Index eine vergleichsweise geringere aktuelle und potenzielle CO₂-Exposition und vergleichsweise höhere ökologische, soziale und Governance-Merkmale (ESG). Der ETF hält ein Portfolio aus Aktien, das alle oder eine repräsentative Auswahl der im Referenzindex enthaltenen Wertpapiere umfasst und notiert in Euro.

Die zugeflossenen Dividenden des ETF-Teilportfolios, insgesamt rund 0,5 Mio €, wurden gemäß den Vorgaben der Anlagerichtlinien reinvestiert.

Die Abbildung des DAX erfolgt durch Einzelaktien. Die Gewichtung der einzelnen Aktien im DAX-Index richtet sich nach der Marktkapitalisierung und den im Streubesitz befindlichen Aktien. Veränderungen (u. a. durch sogenannte Corporate Actions) berücksichtigt der Indexanbieter Deutsche Börse AG durch regelmäßige Anpassungen des Index in den Monaten März, Juni, September und Dezember. In der DAX-Komponente kam es im Zusammenhang mit den Indexanpassungen zu Umsätzen, die jedoch den Gesamtbestandswert der DAX-Aktien nicht wesentlich veränderten.

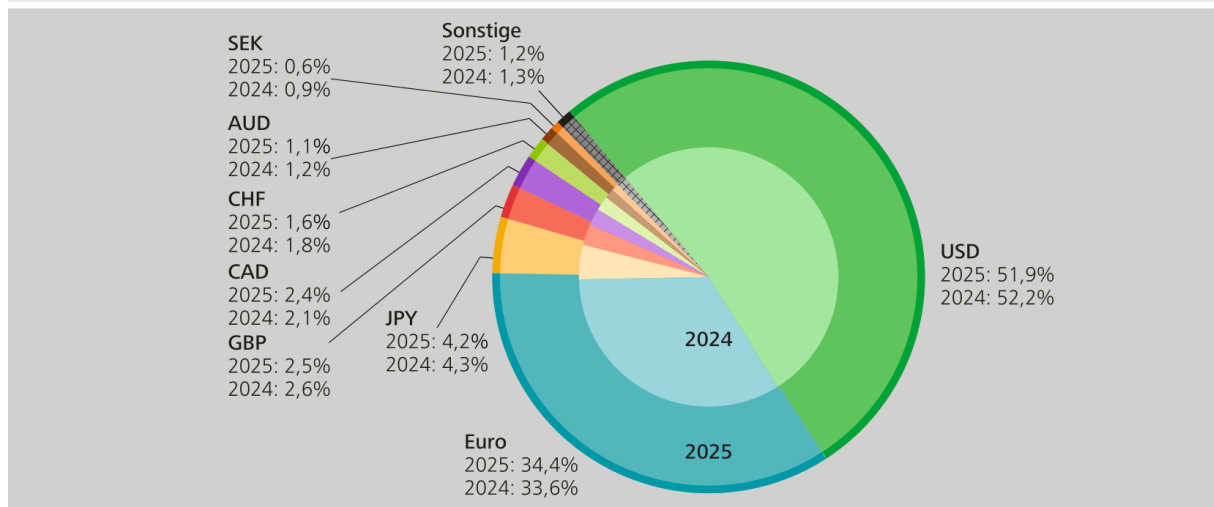
Im Rahmen zweier außerordentlicher Indexanpassungen im Dezember 2025 wurde im DAX der Anteil der Covestro AG gemäß den Vorgaben des Indexanbieters zunächst gesenkt und schließlich durch die Fresenius Medical Care AG ersetzt.

Die zugeflossenen Dividenden des DAX-Teilportfolios, insgesamt rund 0,6 Mio €, wurden im Rahmen der jeweils folgenden Indexanpassungen gemäß den Vorgaben der Anlagerichtlinien reinvestiert. Die Zahlungseingänge aus Dividenden lagen im abgelaufenen Kalenderjahr leicht über denen im Jahr davor. Die deutsche Abgeltungssteuer kommt bei den im Portfolio gehaltenen Einzelaktien nicht zur Anwendung, da die Stiftung in Deutschland gemäß § 44a EStG von Kapitalertragssteuern befreit ist.

Die weltweite Vermögensallokation führt zu Fremdwährungseffekten (siehe folgendes Schaubild). Hierbei blieb im Laufe des Kalenderjahres der Anteil des US-Dollars mit 51,9 % nahezu konstant (2024: 52,2 %), während der Anteil des Euro von 33,6 % auf 34,4 % weiter angestiegen ist. Die Anteile der übrigen Währungen gingen mit Ausnahme des kanadischen Dollars leicht zurück. Der Anteil der Sammelposition Sonstige Währungen nahm ebenfalls leicht ab. Hierin spiegeln sich sowohl die unterschiedlichen Kursentwicklungen bei den einzelnen Teil-Aktienmärkten als auch die Entwicklung der Devisenkurse wider (siehe auch Teil D Abschnitt 3.2).

Zusammensetzung des Aktienteilportfolios (einschl. ETF) nach Währungen

Schaubild 12



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
Deutsche Bundesbank

SV(JPM)GuW_04.Chart

D Bericht des Risikocontrollings⁵

1 Vermögensbestand

Zum Stichtag 31. Dezember 2025 belief sich das Vermögen der Stiftung „Geld und Währung“ auf insgesamt 116.212.327 €. Im Vergleich zum Vorjahr entspricht dies einem Wertzuwachs von 7.788.992 €. Gemäß § 1 Abs. 1 der Anlagerichtlinien ist die reale Substanz des Stiftungsvermögens grundsätzlich zu erhalten. Das inflationsadjustierte Anfangsvermögen von 2002 belief sich per Jahresende 2025 auf 80.740.000 €. Damit übertraf der Portfoliomarktwert diesen Zielwert zum Berichtsstichtag deutlich.

Die größte Position bildeten Aktien und Anteile an börsengehandelten, in Aktien investierenden Investmentfonds (Exchange-Traded Funds, ETF)⁶. Der Anteil am Gesamtportfoliomarktwert lag zum Berichtsstichtag bei 68,34 % und ist damit leicht gestiegen (Vorjahr: 66,70 %). Davon entfielen 19,16 % auf Aktien des DAX 40 und 49,18 % auf Aktien-ETFs. Insgesamt entfielen 28,09 % des Portfoliomarktwertes auf ETF-Anteile, die den MSCI-World-Index nachbilden, während 21,08 % in einen ETF auf den MSCI-World-Screened-Index investiert waren. Im Rahmen einer Anpassung der Anlagerichtlinien, welche am 1. Oktober 2025 in Kraft trat, wurden die Anteile am Xtrackers-ESG-MSCI-World-ETF vollständig durch die Anteile am iShares-MSCI-World-Screened-UCITS-ETF ersetzt. Die Umschichtung erfolgte sukzessive und wurde im Dezember abgeschlossen.

Der DAX wird durch Investitionen in die einzelnen Indexmitglieder direkt repliziert, wodurch unmittelbare Engagements in den jeweiligen Unternehmen bestehen. Der MSCI-World-Index wird über ETFs physisch abgebildet, und zwar sowohl durch ein optimiertes Sampling (HSBC MSCI World) als auch durch vollständige physische Replikation (Amundi Index MSCI World). Der MSCI-World-Screened-Index wird im iShares MSCI-World-Screened-UCITS-ETF ebenfalls physisch mittels optimierten Sampling nachgebildet. Bei allen drei ETF erfolgen die Investments mittelbar über die Fonds, sodass keine direkten Beteiligungen an den einzelnen Unternehmen bestehen.

Zudem waren 31,36 % (Vorjahr: 33,16 %) des Portfoliomarktwertes in gedeckte Schuldverschreibungen investiert. Während das Engagement in französischen Covered Bonds mit 17,54 % nahezu unverändert blieb (Vorjahr: 17,92 %), sank der Anteil deutscher Pfandbriefe auf 13,82 % (Vorjahr: 15,24 %). Das Guthaben auf dem Girokonto bei der Bundesbank machte zum Jahresende 0,30 % des Gesamtportfoliomarktwertes aus.

Das Konto „Projektverwaltung“ dient der Abwicklung von Zahlungen im Rahmen der Stiftungstätigkeit und ist nicht Gegenstand der Vermögensverwaltung. Das Guthaben auf dem Konto betrug zum Berichtsstichtag 98.482 €.

⁵ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen möglich.

⁶ Weitergehende Informationen zu den im Portfolio enthaltenen ETFs:

IE000CNSFAR2: <https://www.amundi-etf.de/de/professionell/products/equity/amundi-core-msci-world-ucits-etf-dist/ie000cnsfar2>

IE00B4X9L533: <https://www.assetmanagement.hsbc.de/de/institutional-investors/funds/ie00b4x9l533?t=5>

IE00BFNM3K80: <https://www.ishares.com/de/privatanleger/de/produkte/305418/ishares-msci-world-screened-ucits-etf>

Vermögensrechnung Stiftung "Geld und Währung"

Instrumentengattung	31.12.2024	30.09.2025	31.12.2025	Anteil
Gedekte Schuldverschreibungen	35.952.640 €	36.378.839 €	36.445.361 €	31,36 %
Aktien (Euro)	18.421.691 €	21.712.403 €	22.269.820 €	19,16 %
Börsengehandelte Investmentfonds (Aktien)	53.895.028 €	55.080.359 €	57.151.892 €	49,18 %
Kasse	153.977 €	229.460 €	345.254 €	0,30 %
Gesamtportfolio	108.423.335 €	113.401.060 €	116.212.327 €	100,00 %

Deutsche Bundesbank

Portfoliomarktwert

Infobox

Der Portfoliomarktwert zeigt den valutarischen Vermögensbestand inkl. Stückzinsen des jeweiligen Portfolios. Im dazugehörigen Kassenbestand werden Zinsen oder Entgelte auf Guthaben der bei der Bundesbank gehaltenen Girokonten berücksichtigt.

Unter schwebenden Transaktionen sind Geschäfte zu verstehen, deren Handelstage vor und Valutatage nach dem Berichtsstichtag liegen. Bei diesen Transaktionen werden im Portfoliomarktwert nur die Marktwertänderungen zwischen Handels- und Berichtsstichtag berücksichtigt. Bei negativen Wertentwicklungen in der Schwebeperiode kann die Wertpapierposition in der Einzelaufstellung daher zwischenzeitlich auch negative Werte annehmen.

Dividenden werden in der Regel schon ab dem Ex-Tag als Dividendenforderungen im Portfoliomarktwert berücksichtigt. Im Gegensatz dazu fließen Dividenden in abweichender Währung von der Bewertungswährung erst zum Zahlungszeitpunkt in die Berechnung ein. Ein Beispiel hierfür ist eine in Euro bewertete Aktie, die US-Dollar-Dividenden zahlt.

Exchange Traded Funds – physische vs. synthetische Replikation

Infobox

Exchange Traded Funds (ETF) sind börsengehandelte Indexfonds, welche die Marktwertentwicklung von bestimmten Indizes möglichst genau nachbilden.

Die Replikation beschreibt die Nachbildungsstrategie eines ETF. Unterschieden werden: physische Replikation, optimiertes Sampling sowie synthetische Replikation. Bei der physischen Replikation werden alle Unternehmen des Index in den Fonds gekauft. Ähnlich agiert ein Fonds mit optimiertem Sampling. Hier wird jedoch nur ein Teil aller im Index enthaltenen Unternehmen erworben, um die Wertentwicklung des Index nachzubilden. Üblicherweise nutzen ETF-Anbieter das optimierte Sampling bei Indizes mit sehr vielen Einzelwerten. Im Gegensatz dazu setzen synthetische ETF auf Derivate, wie beispielsweise Tauschgeschäfte („Swaps“). Die Derivate sollen die Wertentwicklung der Index-Unternehmen kostengünstig nachbilden.

Der Käufer eines ETF erwirbt lediglich Anteile an dem Fonds selbst. Unmittelbare Anteile an den im Fonds enthaltenen Unternehmen werden dagegen nicht erworben. Die Zusammensetzung des ETF ist nicht vom Portfoliomanagement der Bundesbank beeinflussbar.

2 Vermögensentwicklung

Im Berichtsjahr 2025 lag das Nettoergebnis (Erträge abzüglich Aufwendungen) des Portfolios der Stiftung „Geld und Währung“ bei 1.755.882 € und damit deutlich über dem Vorjahreswert (1.281.924 €). Neben einem markanten Anstieg der Zinserträge auf 681.754 € (Vorjahr: 382.371 €), konnten auch die Dividenden und Erträge aus Kapitalmaßnahmen auf 1.080.872 € zulegen (Vorjahr: 907.689 €). Die angefallenen Gebühren für Depotbank, Indexnachbildung und Transaktionen summierten sich auf 6.744 € und minderten das Nettoergebnis entsprechend.

Den maßgeblichen Beitrag zur positiven Vermögensentwicklung leisteten die Bewertungsgewinne, die sich im Berichtsjahr auf insgesamt 6.933.067 € summierten. Diese spiegelten die positive Entwicklung an den Kapitalmärkten wider (siehe auch Abschnitt B „Marktentwicklung“). Insbesondere das Aktienportfolio profitierte von den Kursanstiegen und war somit der Haupttreiber der Bewertungsgewinne. Im Rentenportfolio fiel der Beitrag geringer aus. Hier war vor allem der sogenannte „Pull-to-Par“-Effekt relevant, da viele der im Bestand befindlichen Anleihen unter ihrem Nennwert notierten und sich mit zunehmender Restlaufzeit ihrem Rückzahlungswert annäherten. Im Berichtsjahr wurden dem Vermögen der Stiftung „Geld und Währung“ 900.000 € entnommen. Die sonstigen Zahlungen betrugen 43 € und ergaben sich aus Strafzahlungen (CSDR-Penalties) seitens der Kontrahenten für die verspätete Abwicklung von Wertpapiergeschäften.

Die ausgewiesenen Zinserträge beinhalten zunächst die auf täglicher Basis berechneten Stückzinsansprüche, welche dem Berichtsjahr 2025 zuzuordnen sind. Zinsansprüche sind nicht direkt zahlungswirksam und werden für verzinsliche Wertpapiere in der Regel einmal jährlich und zu einem anderen Zeitpunkt als dem Berichtsstichtag ausgezahlt. Daher unterscheidet sich der Betrag von den in Teil C Kapitel 1 Kontobewegungen (siehe Seite 16) ausgewiesenen Kuponzahlungen. Ein weiterer und bedeutender Unterschied zu den Kuponzahlungen resultiert daraus, dass die Zinserträge um den Abbau von Disagios bereinigt werden. Darunter ist der Effekt zu verstehen, dass Wertpapiere, die unter Pari gekauft wurden, sich bis zur Fälligkeit dem Nennwert, d. h. den Rückzahlungsbetrag, annähern. Dadurch verursachte Anstiege im Marktwert, im Berichtsjahr 137.674 €, werden hier der Position Zinserträge und nicht der Position Bewertungsergebnis zugeordnet. Hierdurch ergibt sich ein ökonomisch umfassenderes Bild der mit dem Halten verzinslicher Wertpapiere verbundenen regelmäßigen Erträge.

Ergebnisrechnung (Wertentwicklung) Stiftung "Geld und Währung"

	31.12.24 - 31.12.25	30.09.25 - 31.12.25
Marktwert Anfang	108.423.335 €	113.401.060 €
(+) Zinserträge	681.754 €	185.708 €
(+) Dividenden u. Erträge aus Kapitalmaßnahmen*	1.080.872 €	152.643 €
(-) Gebühren	-6.744 €	-1.740 €
(=) Erträge abzgl. Aufwendungen	1.755.882 €	336.612 €
(+/-) Bewertungsergebnis	6.933.067 €	2.474.656 €
(+) sonst. Zahlungen	43 €	-
(-) Entnahmen	-900.000 €	-
(=) Änderung des Vermögensbestandes	7.788.992 €	2.811.267 €
Marktwert zum 31.12.2025	116.212.327 €	116.212.327 €

* ggf. inkl. ETF-Ausschüttungen
Deutsche Bundesbank

Einflussfaktoren für Aktien und Renten

Infobox Bewertungsergebnis

Für das Bewertungsergebnis von Rentenpapieren sind zwei Effekte besonders relevant:

Der Zinsänderungseffekt tritt auf, wenn sich die Marktzinsen ändern und wirkt entgegengesetzt auf den Wert der Anleihen. Der Effekt wirkt umso stärker, je höher die Duration einer Anleihe ist (vgl. Infobox „modifizierte Duration“). Steigen beispielsweise die Marktzinsen, fallen die Anleihekurse. Der Marktwert einer Anleihe ist üblicherweise die Summe der diskontierten zukünftigen Zahlungsströme (Zinsen und Tilgung).

Der „Pull-to-Par“ Effekt unterstellt, dass sich der Marktwert einer Anleihe dem Nominalwert bis zur Fälligkeit annähert. Anleihen, die unter Pari, also unter dem Nominalwert, notieren, würden ceteris paribus an Wert zum Ende ihrer Laufzeit gewinnen. Anleihen, die über Pari notieren, würden bis zum Laufzeitende an Marktwert verlieren.

Aktienbewertungen werden durch Einschätzungen der Marktteilnehmer zur realwirtschaftlichen Entwicklung der Unternehmen beeinflusst. Der Aktienkurs spiegelt dabei in der Theorie den Barwert diskontierter zukünftig erwarteter Zahlungsströme, wie etwa Dividendenzahlungen, wider. Dadurch sind erwartete negative Geschäftsentwicklungen ungünstig für das Bewertungsergebnis. Positive Erwartungen führen dagegen zu einem positiven Effekt.

Eine Prognose über die zukünftigen Erträge aus Aktieninvestments ist mit höheren Unsicherheiten verbunden als bei Renteninvestments. Zurückzuführen ist der Unterschied auf die üblicherweise vorab bekannten Zahlungsströme bei Rentenanlagen.

3 Portfoliorendite

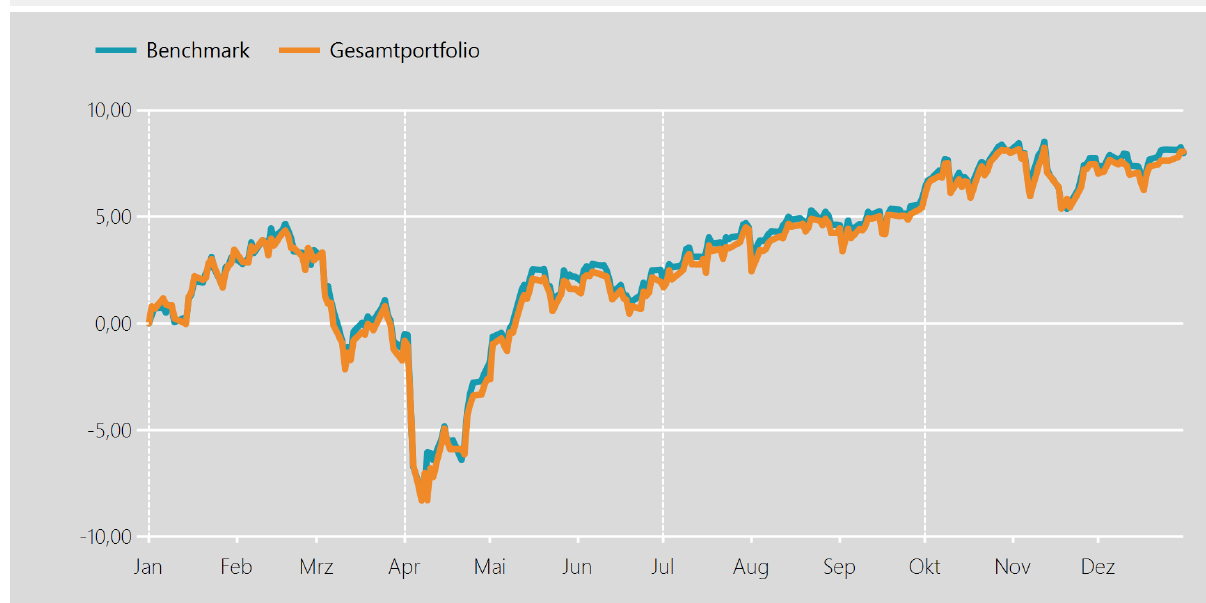
Das Jahr 2025 war an den Finanzmärkten von einer insgesamt positiven Grundstimmung geprägt, wenngleich fortwährende Unsicherheiten im Hinblick auf die geldpolitischen Ausrichtungen von Notenbanken und geopolitische Spannungen weiterhin für Schwankungen sorgten. Besonders die Aktienmärkte zeigten sich im Jahresverlauf trotz zwischenzeitlich starker Kursverluste robust und setzten ihren Aufwärtstrend fort. In Verbindung mit der signifikanten Aktienquote schlug sich dies auch in der Entwicklung der Gesamtportfoliorendite der Stiftung „Geld und Währung“ nieder. Der Rentenbereich war mit einem veränderten Zinsumfeld durch die Zinssenkungen der EZB konfrontiert. Trotz dieser Entwicklung trugen die Anleihen im Portfolio mit stabilen Erträgen zur positiven Gesamtentwicklung des Portfolios bei.

Vor diesem Hintergrund schließt das Gesamtportfolio der Stiftung „Geld und Währung“ das Berichtsjahr 2025 mit einer positiven Rendite von 8,06 % (Vorjahr: 16,10 %) ab. Gemäß § 1 der Anlagerichtlinien wird im Rahmen des Anlagemanagements das Ertrags- und Risikoprofil einer gemäß § 2 der Anlagerichtlinien definierten Benchmark nachgebildet. Zum 31. Dezember 2025 übertraf die Gesamtportfoliorendite die Benchmarkrendite (7,99 %) um 8 Basispunkte. Die annualisierte Rendite seit Auflage des Portfolios am 2. Januar 2002 betrug 5,01 % und übertraf die annualisierte Benchmarkrendite (4,92 %) um 9 Basispunkte.

Im Einzelnen sind die Hintergründe für die Entwicklungen der Renditen für das Berichtsjahr im Berichtsteil B „Marktentwicklung“ beschrieben. Erläuterungen zur Benchmark sind in Abschnitt C „Bericht des Anlagemanagements“ zu finden. Die folgende Grafik visualisiert die seit Jahresbeginn kumulierte Gesamtportfolio- und Benchmarkrendite.

Rendite Gesamtportfolio vs. Benchmark vom 01.01.2025 bis 31.12.2025
Stiftung "Geld und Währung"

in %, Tageswerte



Deutsche Bundesbank

Zeitgewichtete Rendite Stiftung "Geld und Währung"

Periode	Portfolio	Benchmark	Differenz
Gesamtportfolio*			
Gesamtjahr 2024	16,10 %	16,08 %	0,02 %
1. Quartal 2025	-1,72 %	-1,17 %	-0,56 %
2. Quartal 2025	3,75 %	3,73 %	0,02 %
3. Quartal 2025	3,41 %	3,27 %	0,15 %
4. Quartal 2025	2,48 %	2,00 %	0,48 %
Gesamtjahr 2025	8,06 %	7,99 %	0,08 %
seit Auflage (02.01.2002)	223,47 %	216,73 %	6,74 %
seit Auflage annualisiert (02.01.2002)	5,01 %	4,92 %	0,09 %
Renten			
Gesamtjahr 2024	2,57 %	2,16 %	0,41 %
1. Quartal 2025	0,20 %	0,33 %	-0,12 %
2. Quartal 2025	1,23 %	1,22 %	0,01 %
3. Quartal 2025	0,49 %	0,48 %	0,01 %
4. Quartal 2025	0,17 %	0,17 %	0,01 %
Gesamtjahr 2025	2,11 %	2,21 %	-0,10 %
Aktien und Aktienfonds			
Gesamtjahr 2024	24,43 %	24,56 %	-0,13 %
1. Quartal 2025	-2,65 %	-1,91 %	-0,73 %
2. Quartal 2025	5,05 %	5,01 %	0,04 %
3. Quartal 2025	4,87 %	4,64 %	0,23 %
4. Quartal 2025	3,62 %	2,87 %	0,75 %
Gesamtjahr 2025	11,13 %	10,87 %	0,25 %
* Eventuelle Guthaben auf dem Kassenkonto werden nur bei der Berechnung der Gesamtportfoliorendite berücksichtigt, nicht jedoch in den ausgewiesenen Teilportfoliorenditen. Deutsche Bundesbank			

Zeitgewichtete Rendite	
Infobox	Die zeitgewichtete Rendite wurde um externe Mittelzu- und -abflüsse bereinigt, welche nicht vorab vom Portfolio-management der Bundesbank kontrollierbar sind. Berücksichtigt werden Steuern und relevante Gebühren. Unterjährige Renditen werden periodenbezogen, überjährige Renditen auch annualisiert ausgewiesen.
Annualisierte Rendite	
Infobox	Die annualisierte Rendite gibt die durchschnittliche Rendite auf Jahresbasis an. Sie berechnet sich aus dem betrachteten Zeitraum und der Rendite selbst. Unterjährige annualisierte Renditen würden eine Prognose implizieren, weshalb ausschließlich überjährige Renditen annualisiert werden.
Einstandsrendite / Yield-to-Maturity	
Infobox	Bei der Yield-to-Maturity handelt es sich um die als konstant angenommene jährliche Rendite eines Renteninvestments. Sie ist auch definiert als interner Zinsfuß der Zahlungsreihe des jeweiligen Titels. Dabei wird angenommen, dass ein Rententitel ab dem Kaufzeitpunkt bis zum Laufzeitende gehalten wird. Ebenso wird angenommen, dass eine reguläre Rückzahlung zum vereinbarten Termin erfolgt.

3.1 Renten

Die im Jahr 2024 eingesetzte Trendwende von der zuvor inversen Zinsstrukturkurve hin zu einer Normalisierung setzte sich im Berichtsjahr 2025 fort. Das bedeutet, dass im Anleihesegment die Kapitalmarkrendite mittel- bis langlaufender Anleihen anstieg, während die Rendite kurzlaufender Anleihen (bis ein Jahr Restlaufzeit) sank. Damit versteilte sich die Renditekurve im Euroraum im Zuge einer weiteren Lockerung der Zinspolitik durch die EZB und einer expansiveren Fiskalpolitik, insbesondere in Deutschland und Frankreich. Gleichzeitig ging die Renditedifferenz, auch als Risikoaufschlag bezeichnet, französischer und deutscher Covered Bonds zu deutschen Bundesanleihen zurück.

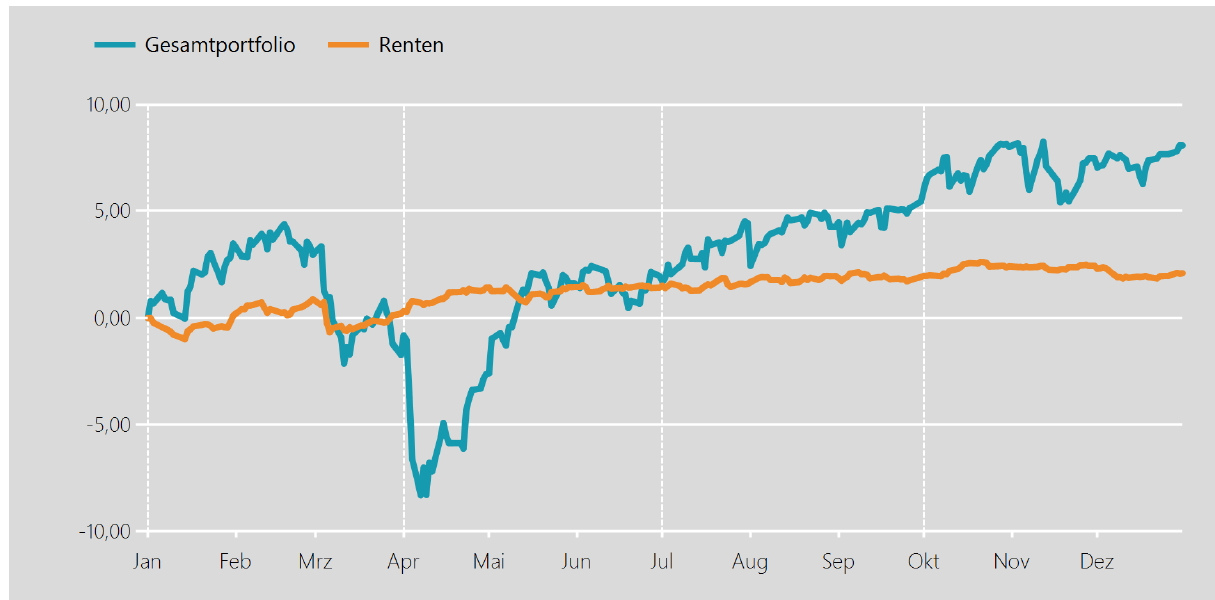
Insgesamt zeigt sich im Jahresverlauf ein positiver Trend in der Entwicklung der kumulierten Jahresrendite des Rententeilportfolios. Insbesondere in Zeiten von Kursturbulenzen an den Aktienmärkten im April zeigte sich die stabilisierende Wirkung des Rentenportfolios. Im Ergebnis erzielte das Rentenportfolio der Stiftung „Geld und Währung“ eine positive Rendite von 2,11 % (Benchmark: 2,21 %). Der wesentliche Treiber hierfür waren die weiterhin stabilen Kuponerträge (siehe Abschnitt D, Kapitel 2). Aufgrund der niedrigen durchschnittlichen modifizierten Duration von 4,21 und des Pull-to-Par-Effektes wirkten sich die gestiegenen Zinsen am langen Ende nur in begrenztem Umfang negativ auf das Rentenportfolio aus.

Die Yield-to-Maturity (YTM) des Rententeilportfolios betrug zum 31. Dezember 2025 2,75 % und blieb im Vergleich zum Vorjahr (2,74 %) kaum verändert. Bei der Berechnung wird angenommen, dass das Rententeilportfolio zum Berichtsstichtag in der Zusammensetzung gekauft worden wäre und die Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten werden. Die Kennzahl gibt damit einen über die künftig zu erwartenden Erträge für Neuanlagen im Portfolio.

Die nachfolgende Grafik vergleicht die seit Jahresbeginn kumulierte Rendite des Rententeilportfolios mit der Gesamtportfoliorendite.

Rendite Gesamtportfolio vs. Rententeilportfolio(s) vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

in %, Tageswerte



Deutsche Bundesbank

3.2 Aktien und ETF

Die Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten zeigten im Jahr 2025 ein deutlich positives Gesamtbild. Sowohl in der Eurozone als auch in den USA, die einen wesentlichen Anteil an den in den ETFs abgebildeten Aktienindizes ausmachen, verzeichneten die Aktienkurse im Jahresverlauf deutliche Wertzuwächse. Die von der US-Regierung im April 2025 angekündigten massiven Importzölle („Liberation Day“) führten zwar zu einem spürbaren, jedoch nur temporären, Rückgang der Aktienkurse. Im weiteren Jahresverlauf erholte sich die Rendite seit Jahresanfang allmählich und konnte sogar auf einem höheren Niveau, im Vergleich zu dem Stand vor den Kurseinbrüchen im April, schließen.

Bei der Betrachtung der Aktienteilmärkte wird deutlich, dass die Aktienmärkte der Eurozone, gemessen etwa am DAX 40 oder am Euro Stoxx 50, im Jahr 2025 nicht nur nominal eine bessere Wertentwicklung als die US-Aktienmärkte, repräsentiert durch den S&P 500, erzielten. Dieser Vorsprung wurde zusätzlich durch die spürbare Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro verstärkt. Auch die wichtigsten Leitindizes weiterer Währungsräume, darunter Kanada (S&P/TSX), Japan (Nikkei 225) und Großbritannien (FTSE 100), wiesen in lokaler Währung eine bessere Wertentwicklung als der US-Leitindex auf. Der Leitindex der Schweiz (SMI) schloss das Berichtsjahr auf einem ähnlichen Niveau wie der US-Index S&P 500 ab. Eine Ausnahme bildete dagegen Australien, dessen Leitindex (S&P/ASX 200) deutlich hinter der Entwicklung des US-Aktienmarktes zurückblieb.

Zum Berichtsstichtag lag die Jahresrendite des Aktienportfolios bei 11,13 % (Benchmark: 10,87 %) und erwies sich als wesentlicher Treiber der Entwicklung des Gesamtportfolios. Die positive Entwicklung fiel im Vergleich zum Vorjahr (24,43 %) und mit Blick auf andere internationale Leitindizes in lokaler Währung (DAX 40: 23,01 %, S&P/TSX 60: 26,57 %, Nikkei 225: 26,18 %) deutlich geringer aus. Hauptursache hierfür sind, neben der schwächeren Performance der US-Märkte, insbesondere die Wechselkursentwicklungen, welche im weiteren Verlauf des Abschnitts näher erläutert werden. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der kumulierten Jahresrendite des Aktienportfolios im Vergleich zur Rendite des Gesamtportfolios im Jahresverlauf 2025.

Rendite Gesamtportfolio vs. Aktienteilportfolio vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

in %, Tageswerte



Innerhalb des Aktienportfolios erzielte das Teilportfolio mit Aktien des DAX 40 eine Rendite von 22,94 % (Benchmark: 23,01 %). Die Rendite der ETF-Anteile auf den MSCI World belief sich auf 8,00 % (Benchmark: 6,77 %). Etwas niedriger lag die Rendite des Teilportfolios mit ETF-Anteilen auf den MSCI-World-Screened-Index beziehungsweise bis zur Umschichtung im Dezember 2025 mit ETF-Anteilen auf den MSCI-World-Low-Carbon-SRI-Leaders-Index. Das Teilportfolio erreichte im Jahr 2025 eine Rendite von 5,45 % (Benchmark: 5,35 %). Aufgrund einer abweichenden Währungsumrechnung im Vergleich zu den Indexanbietern können Renditedifferenzen zwischen Portfolio und Benchmark entstehen. Die Renditedifferenzen zum Index können zudem auf eine zum Index unterschiedliche steuerliche Behandlung von Corporate Actions (z. B. Wahldividenden) zurückzuführen sein. Hinweise auf systematische bzw. zukünftig zu erwartende Ertragsdifferenzen lassen sich aus der Renditedifferenz nicht ableiten.

Bei der aggregierten Betrachtung der im DAX sowie der in den ETF enthaltenen Unternehmen zeigte sich, dass die Sektoren⁷ „Industrie“ und „Finanzwesen“ die höchsten Renditebeiträge lieferten. Dazu gehörten beispielsweise Unternehmen wie die Siemens Energy AG (Industrie) sowie die Allianz SE oder Deutsche Bank AG (Finanzwesen). Zwar entfiel das größte Portfoliogewicht auf Unternehmen des Informationstechnologie-Sektors, darunter z. B. die NVIDIA Corp., Advanced Micro Devices Inc. oder Microsoft Corp., deren Beitrag zur Gesamtrendite des Aktienportfolios fiel jedoch geringer aus. Ausschlaggebend hierfür waren insbesondere Währungseffekte, die die Rendite dieses Sektors deutlich schmälerten. Demgegenüber verzeichneten Versorgungsunternehmen im Jahr 2025 eine besonders positive Wertentwicklung. Hierunter fielen unter anderem die E.ON SE, die RWE AG oder die Iberdrola SA. Aufgrund der geringen Allokation in diesen Sektor fiel der Beitrag zur Gesamtrendite jedoch gering aus.

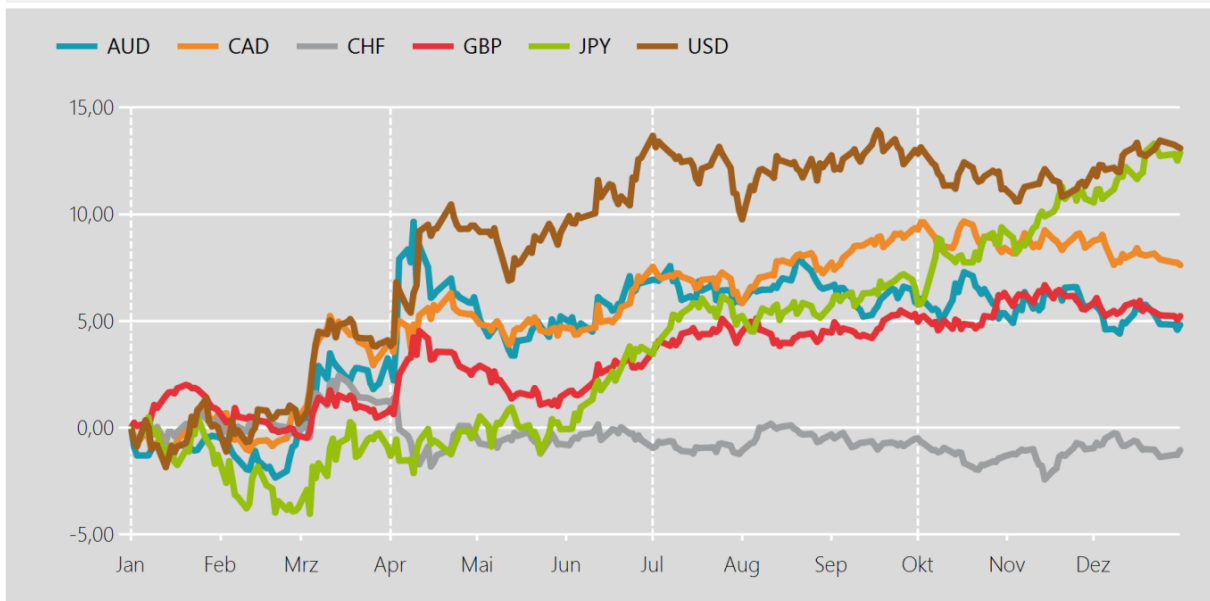
49,18 % des Gesamtportfolios sind in ETFs auf Aktienindizes investiert deren Unternehmen überwiegend außerhalb des Euroraums gelistet sind. Den größten Anteil an diesen Indizes haben in der Regel US-Unternehmen. Für den MSCI-World betrug das Gewicht von US-Aktien zum Berichtsstichtag 71,91 % und für den MSCI-World-Screened 72,80 %. Damit entsteht ein wesentliches Fremdwährungsrisiko, welches sich in der Bewertung des Aktienportfolios in Euro niederschlug. In lokaler Währung verzeichnete der MSCI-World-Index eine Rendite von 18,44 %, während der MSCI-World-Screened eine Rendite von 21,30 % in US-Dollar erzielte. In diesem Teilsegment ist damit die Entwicklung des US-Dollarkurses ein wesentlicher Faktor für Wechselkursgewinne- oder verluste.

Anhand der nachfolgenden Grafik lässt sich nachvollziehen, wie sich der Euro im Berichtsjahr gegenüber den wichtigsten vertretenen Fremdwährungen des MSCI-World-Index und MSCI-World-Screened-Index entwickelt hat. Im Jahr 2025 wertete der Euro gegenüber nahezu allen relevanten Währungen, darunter der US-Dollar, japanische Yen, britische Pfund, australische Dollar und kanadische Dollar, deutlich auf. Insbesondere zum Zeitpunkt der Ankündigung massiver Importzölle („Liberation Day“) durch die US-Regierung zeigte sich eine markante Aufwertung des Euros. Lediglich gegenüber dem Schweizer Franken wertete der Euro leicht ab.

⁷ Die Klassifizierung der Renditebeiträge erfolgt nach dem Global Industry Classification Standard (GICS). Dieser enthält elf Sektoren auf der höchsten Aggregationsebene.

Entwicklung des Euro gegenüber ausgewählten Währungen 01.01.2025 bis 31.12.2025

in %, Tageswerte (relativ)



Deutsche Bundesbank

4 Risikolage

4.1 Markt- und Zinsänderungsrisiko

Für die Risikoanalyse des Portfolios werden die Kennzahlen modifizierte Duration, Value-at-Risk (VaR) und Expected Shortfall (ES) herangezogen. Diese Indikatoren ermöglichen eine Einschätzung des Portfoliorisikos im Hinblick auf potenzielle Marktpreisänderungen.

Der VaR lag zum Jahresende 2025 bei 16,88 % des Portfoliomarktwertes und damit auf dem Niveau des Vorjahres (16,51 %). Die Kennzahl bezieht sich auf eine Haltedauer von einem Jahr und ein Konfidenzniveau von 99 %⁸. Der relative VaR betrug 0,42 % und gibt die potenziellen Verluste des Portfolios im Vergleich zur Benchmark an. Dabei wird deutlich, welches Risiko sich aus einer Abweichung von der Benchmark ergibt. Die modifizierte Duration des Rentenportfolios der Stiftung „Geld und Währung“ betrug zum Berichtsstichtag 3,98 und war damit leicht niedriger als am Jahresende 2024 (4,46). Die Kennzahl beschreibt die Zinssensitivität des Rentenportfolios und damit das Marktpreisrisiko aus möglichen Zinsänderungen. Vor dem Hintergrund steigender Kapitalmarkttrenditen mittel- bis langlaufender Anleihen, profitierte das Portfolio von dieser defensiveren Positionierung.

Risikokennziffern am 31.12.2025

Stiftung "Geld und Währung"

	Portfolio	Benchmark	Relativ
Value-at-Risk (99 %, 1 Jahr)	16,88 %	16,89 %	0,42 %
Expected Shortfall (99 %, 1 Jahr)	19,03 %	19,07 %	0,48 %
Modifizierte Duration	3,98	4,13	-0,15

Deutsche Bundesbank

Es zeigt sich, dass die Anlageklassen Renten und Aktien sehr unterschiedlich zum Gesamtrisiko des Portfolios beitragen. Besonders deutlich wird, dass das Risiko auf Portfolioebene überwiegend durch das Aktienportfolio bestimmt wird. Während der VaR des Rententeilportfolios zum Jahresende auf 1,13 % zurückging (Vorjahr: 2,17 %), stieg der VaR des Aktienteilportfolios im gleichen Zeitraum von 15,81 % auf 16,93 %. Damit ist der Risikobeitrag der Aktien deutlich höher als der des Rentenanteils. Diese Entwicklung unterstreicht, dass Schwankungen und potenzielle Verluste im Gesamtportfolio vor allem durch die Aktienquote beeinflusst werden, während die Rentenanlagen in der Regel stabilisierend wirken.

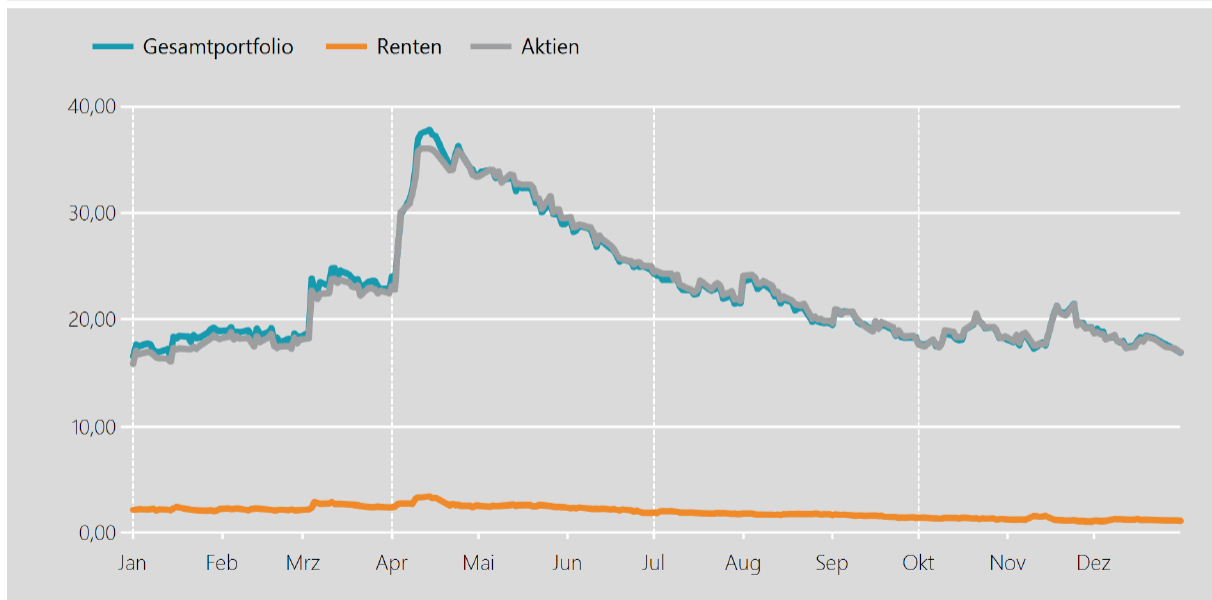
Obwohl die Einzelrisiken der Renten- und Aktienportfolios jeweils separat betrachtet werden, ergibt sich das Gesamtrisiko des Portfolios nicht aus deren Addition. Durch die breite Streuung der Anlagen und die unterschiedliche Entwicklung von Aktien- und Rentenmärkten kommt es zu einem Diversifizierungseffekt, der das Gesamtrisiko reduziert. Da die Kursbewegungen beider Anlageklassen nicht vollständig gleichgerichtet verlaufen, gleichen sich Schwankungen teilweise aus. Zum 31. Dezember 2025 führte dieser Diversifizierungseffekt zu einer Reduktion des Gesamtrisikos um 1,17 Prozentpunkte.

⁸ Bei diesem Konfidenzniveau ist im Mittel in einer von 100 Beobachtungsperioden ein höherer Verlust als durch den Value-at-Risk angegeben zu erwarten.

Die nachfolgende Grafik stellt die Value-at-Risk-Werte (VaR) für das Renten- und das Aktienteilportfolio im Verhältnis zum Gesamtmarktwert über den Jahresverlauf dar.

Risikobeiträge nach Assetklassen vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

VaR 99 %, 1 Jahr, in % des Portfoliomarktwertes, Tageswerte



Deutsche Bundesbank

Der ES lag zum Berichtsstichtag bei 19,03 %⁹ des Gesamtportfoliomarktwertes und damit leicht über dem Vorjahreswert (18,66 %). Die Kennzahl bezieht sich auf einen Zeitraum von einem Jahr bei einem Konfidenzniveau von 99 % und gibt das durchschnittliche Verlustpotenzial in extremen Stressphasen an.

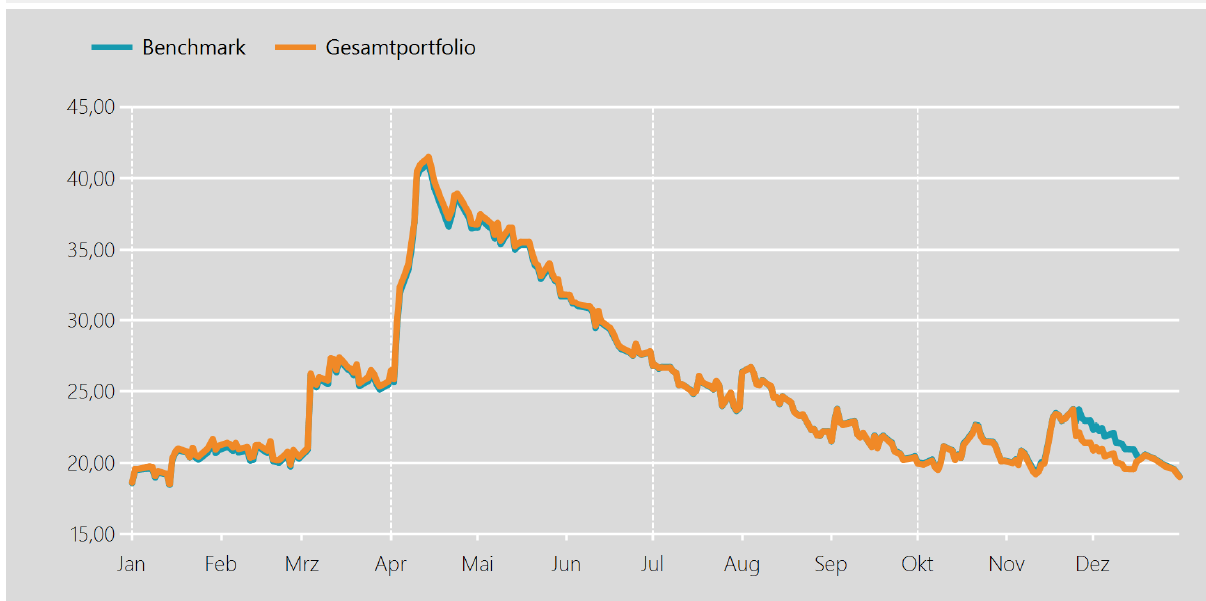
Bereits Anfang März war ein abrupter Anstieg des ES zu beobachten. Insbesondere die Ankündigung umfassender US-Zölle auf europäische und asiatische Importe Ende Februar sowie die Eskalation der globalen Handelskonflikte führten zu einer spürbaren Risikoausweitung im Portfolio. Ein besonders extremer Sprung des ES erfolgte Anfang April. Auslöser hierfür war die Ankündigung massiver Importzölle („Liberation Day“) durch die US-Regierung, die zu einem Ausverkauf an den internationalen Aktienmärkten und einer deutlichen Zunahme der Volatilität führte. So stieg der ES zwischenzeitlich auf bis zu 41,48 % an.

Im weiteren Jahresverlauf beruhigten sich die Märkte allmählich, und der ES ging sukzessive auf das Niveau des Jahresanfanges zurück. Die Entspannung im internationalen Handelsumfeld, die Annäherungssignale zwischen den USA und China sowie die Stabilisierung der Konjunkturerwartungen trugen dazu bei, die Schwankungen im Portfolio wieder zu reduzieren. Die zuvor beobachteten extremen Marktbewegungen, die sich auch in der Entwicklung der Portfoliorendite widerspiegeln, verdeutlichen jedoch, dass das mit einer hohen Aktienquote verbundene Ertragspotenzial mit einer erhöhten Anfälligkeit gegenüber abrupten Marktschocks einhergeht.

⁹ Dieser Wert gibt den Mittelwert der höchsten Verluste an, die in einer von 100 Beobachtungsperioden auftreten können.

Expected Shortfall vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

in % des Portfoliomarktwertes, Tageswerte



Deutsche Bundesbank

Die kurzfristige Abweichung des ES zwischen Portfolio und Benchmark im November/Dezember 2025 resultierte aus der Umschichtung vom MSCI-World-Low-Carbon-SRI-Leaders-ETF in den MSCI-World-Screened-ETF. Während die Anpassung in der Benchmark bereits zum 31. Oktober erfolgte, wurden die Bestände des bisherigen ETF im Portfolio ab Ende November bis Mitte Dezember schrittweise in den neuen ETF umgeschichtet.

Value-at-Risk	
Infobox	Der Value-at-Risk (VaR) ermöglicht eine über das Gesamtportfolio aggregierte Risikosicht im Hinblick auf Marktpreisrisiken. Er gibt den prognostizierten maximalen Verlust eines Portfolios an, der mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) in einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) nicht überschritten wird. Den Berechnungen liegen statistische Annahmen über die Schwankungen der für die Wertentwicklung des Portfolios maßgeblichen Risikofaktoren zugrunde. Er eignet sich damit zur Bemessung der Marktpreisrisiken und ist in erster Linie ein Ergebnis der strategischen Assetallokation und der jeweils aktuellen Marktvolatilitäten.
Expected Shortfall	
Infobox	Der Expected Shortfall (ES) liefert zusätzlich zum VaR ergänzende Informationen zu Marktpreisrisiken. Im Gegensatz zum VaR quantifiziert er die Schwere möglicher Verluste. Dafür prognostiziert die Kennzahl den durchschnittlichen Verlust für ein Portfolio bei Überschreitung des Konfidenzniveaus in dem vorgegebenen Zeitraum. Es werden somit nur die Verluste betrachtet, die über den VaR hinausgehen.
Modifizierte Duration	
Infobox	Die modifizierte Duration gibt Auskunft über die Sensitivität der Bewertung des Rententeilportfolios gegenüber Marktzinsveränderungen. Sie gibt näherungsweise an, um wie viel Prozent sich der Portfoliomarktwert vermindert, wenn das Marktzinsniveau um einen Prozentpunkt steigt.
Relativer VaR / ES	
Infobox	Der relative VaR / ES quantifiziert potenzielle Verluste des tatsächlichen Portfolios im Vergleich zur Benchmark (sofern ein solches Musterportfolio definiert ist). Dafür werden zunächst die Bestände des Portfolios mit denen der Benchmark abgeglichen. Sollten diese voneinander abweichen, ergibt sich daraus ein Differenzportfolio. Daraufhin wird der VaR bzw. ES des Differenzportfolios berechnet, was dem relativen VaR / ES entspricht.

4.2 Stresstests

Die ersten beiden Stresstest-Szenarien (siehe nachstehende Tabelle) sind hypothetisch und untersuchen jeweils isoliert die Auswirkungen extremer Marktbewegungen auf dem Renten- beziehungsweise dem Aktienmarkt. Für beide Märkte werden drei verschiedene Ausprägungen simuliert. Beispielsweise würde ein Anstieg der Zinskurve um drei Prozentpunkte zu einem hypothetischen Marktwertrückgang des Portfolios von 3,49 % führen. Dabei wird angenommen, dass alle anderen Anlageklassen, wie etwa Aktien, unverändert bleiben. Im Szenario eines Aktienmarktstresstests würde ein Rückgang der Aktienkurse um 60 Prozent zu einem Wertverlust des Portfolios von 40,86 % führen. Auch hier wird unterstellt, dass die übrigen Anlageklassen, wie Anleihen, konstant bleiben.

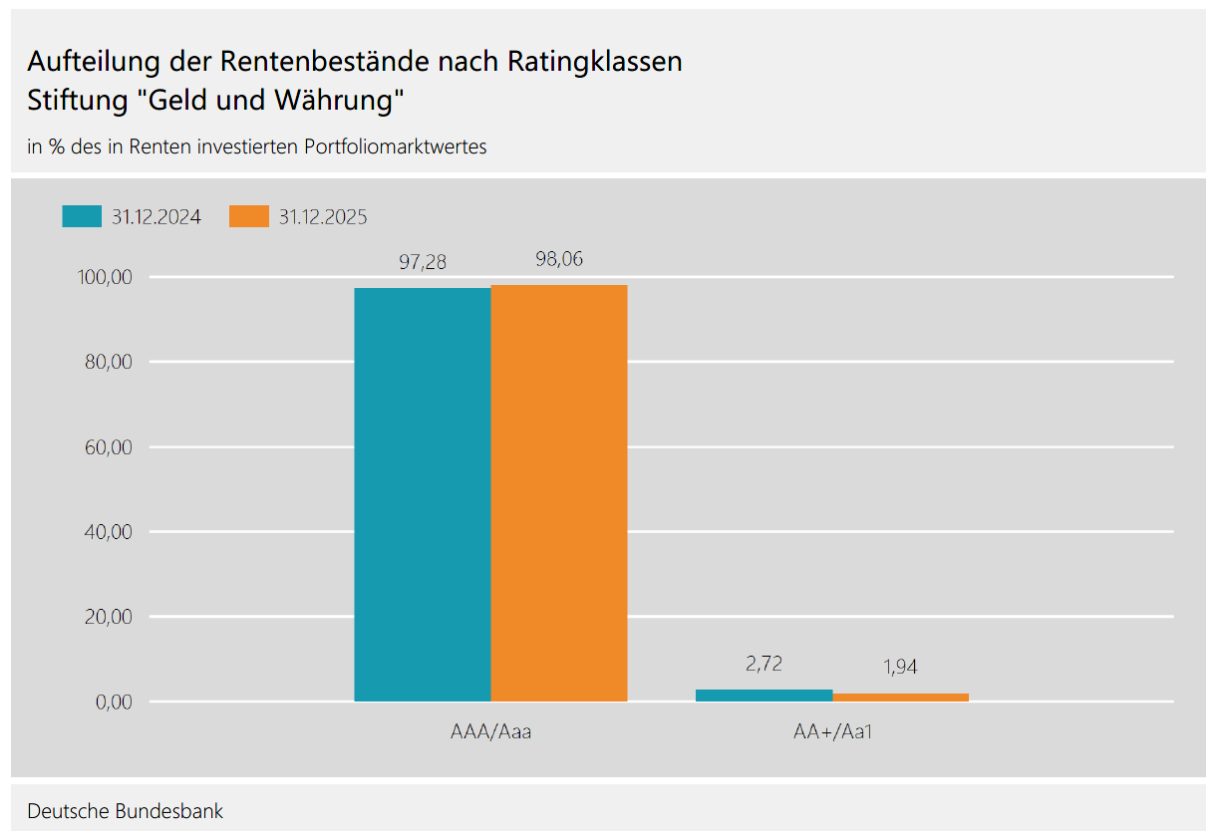
Die historischen Stresstests basieren auf tatsächlichen Kursbewegungen der Finanzmärkte während ausgewählter Krisenzeiten und werden auf den Portfoliobestand zum 31. Dezember 2025 angewendet. Im Gegensatz zu den hypothetischen Szenarien werden bei den historischen Stresstests die Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Anlageklassen, wie Renten und Aktien, berücksichtigt. So hätte das Portfolio im Szenario „COVID-19 Pandemie“ in der aktuellen Zusammensetzung einen Marktwertrückgang von 10,38 % verzeichnet. Im Szenario „Lehman-Insolvenz (126 Geschäftstage)“ hätte der Rückgang 9,75 % betragen. Der Zinsanstieg im Jahr 1999 hätte hingegen zu einem Marktwertzuwachs von 8,06 % geführt.

Stresstests am 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"	
	Hypothetischer Marktwertrückgang
Stresstests Rentenmarkt (Parallelverschiebung der Zinskurve)	
Zinsanstieg 1 Prozentpunkt	1,24 %
Zinsanstieg 2 Prozentpunkte	2,40 %
Zinsanstieg 3 Prozentpunkte	3,49 %
Stresstests Aktienmarkt	
Kursrückgang 20 %	13,62 %
Kursrückgang 40 %	27,24 %
Kursrückgang 60 %	40,86 %
Historische Stresstests	
COVID-19 Pandemie (10 Geschäftstage)	10,38 %
Lehman-Insolvenz (3 Geschäftstage)	2,80 %
Lehman-Insolvenz (126 Geschäftstage)	9,75 %
Terroranschlag 11.09.2001 (9 Geschäftstage)	2,30 %
Zinsanstieg 1999 (1 Jahr)	-8,06 %
Deutsche Bundesbank	

Stresstests	
Infobox	Stresstests dienen als wichtige Ergänzung zu vergangenheitsbasierten Kennzahlen wie dem VaR und dem ES. Sie zeigen, wie sich ein definiertes Szenario aus Änderungen von Risikofaktoren (z. B. Zinsen, Aktienkurse, Wechselkurse usw.) auf den Marktwert des Portfolios auswirken könnte. Damit sollen außergewöhnliche, aber plausibel mögliche Ereignisse abgebildet werden. Dabei sind geeignete historische und hypothetische Szenarien darzustellen. Alle Risikofaktoren werden dabei so verändert, wie sie es während des Szenarios tun würden bzw. getan haben. So werden auch mögliche Diversifizierungseffekte (z. B. zwischen Aktien- und Rentenanlagen) berücksichtigt. Bei den zugrundeliegenden historischen Stresstests ist zu beachten, dass sie nicht vollständig modellfrei definiert werden. Hintergrund ist, dass nicht für alle relevanten Risikofaktoren eine ausreichende Datenhistorie vorliegt, sodass für diese Risikofaktoren die historischen Stressreaktionen anhand ihrer Korrelation zu anderen Risikofaktoren geschätzt werden.
Ausgewählte Szenarien	
Infobox	Hypothetische Szenarien 1) Verschiebung der Zinskurve um 1, 2 und 3 Prozentpunkte Bei renten-dominierten Portfolios sind die Zinsen der relevante Risikofaktor. Deswegen wurde untersucht, welche Zinssteigerungen in den letzten Jahren aufgetreten sind. Der größte beobachtete Anstieg im Zeitraum von einem Jahr lag für diverse Laufzeitbereiche bei ca. 2,5 Prozentpunkten ab Mitte 1999. Eine Verschiebung der gesamten Zinskurve um 3 Prozentpunkte wird somit als sehr unwahrscheinlich, aber möglich, erachtet. 2) Einbruch des Aktienmarkts um 20 %, 40 % und 60 % Analog zur Entwicklung der Zinsen wurden die Verluste innerhalb eines Jahres an den Aktienmärkten untersucht. Am stärksten eingebrochen sind die Aktienkurse um 60 Prozent in den Jahren 2000 und 2008. Diese Stresstests werden nur durchgeführt, wenn Aktien im Portfolio vorhanden sind. Historische Szenarien 1) Die COVID-19 Pandemie mit Fokus auf die ersten beiden Wochen im März 2020. Dieses Szenario ist durch starke Rückgänge der Aktienkurse ohne gleichzeitige Kompensation durch sinkende Zinsen charakterisiert. 2) Der Lehman-Default als ein dem Finanzmarkt endogenes Szenario. Dieses hatte einen starken kurzfristigen Effekt (Zeithorizont: 3 Geschäftstage) auf die Risikofaktoren. Ebenso zeigte sich, nach einer zwischenzeitlichen Gegenreaktion der Märkte, ein bedeutsamer mittelfristiger Effekt (Zeithorizont: 126 Geschäftstage) auf die Risikofaktoren. 3) Die Terroranschläge vom 11. September 2001 als ein exogenes Szenario. 4) Der Zinsanstieg im Jahr 1999 als ein Szenario, welches die Zinsen sehr stark beeinflusst hat.

4.3 Kreditrisiko

Das Halten von Wertpapieren ist mit Kreditrisiken verbunden. Um diese Risiken angemessen zu steuern, sehen die maßgeblichen Anlagerichtlinien der Stiftung „Geld und Währung“ verbindliche Mindestanforderungen vor. Die Einhaltung dieser Vorgaben wird fortlaufend durch das Risikocontrolling überwacht und trägt dazu bei, das Ziel einer hohen Anlagesicherheit zu gewährleisten. Im Folgenden wird die Portfoliozusammensetzung nach dem jeweils niedrigsten Rating der drei Ratingagenturen Standard & Poors, Moody's und Fitch dargestellt.



Innerhalb des Rentenportfolios entfiel der größte Anteil mit 98,06 % (Vorjahr: 97,28 %) auf AAA/Aaa-Anleihen. Mit 1,94 % war lediglich ein geringer Anteil in Anleihen investiert, die mit einem Rating von AA+/Aa1 bewertet waren (Vorjahr: 2,72 %). Die Zusammensetzung nach Ratingklassen zeigt die hohe Kreditqualität des Rentenportfolios, welches ausschließlich aus französischen Covered Bonds und deutschen Pfandbriefen besteht.

Im Berichtsjahr stuften die Ratingagenturen Fitch und S&P das Emittentenrating Frankreichs von AA- auf A+ herab. Hintergrund hierfür war die anhaltende politische Krise in Frankreich sowie das steigende Staatsdefizit. Dies hatte aber aufgrund der unveränderten Bewertung der Covered-Bond-Emittenten sowie der Sicherheitenpools keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Ratings französischer Covered Bonds.

5 Einhaltung der Anlagerestriktionen

Das Risikocontrolling der Bundesbank überwacht fortlaufend die Einhaltung der Anlagerestriktionen gemäß den Anlagerichtlinien der Stiftung „Geld und Währung“. Die daraus resultierenden Vorgaben sind in der Tabelle „Einhaltung der Anlagerichtlinien“ (siehe Seite 42) zusammengefasst.

Am 1. Oktober 2025 traten geänderte Anlagerichtlinien in Kraft. Die Überarbeitung umfasste die Umschichtung sämtlicher Bestände im thesaurierenden Xtrackers-ESG-MSCI-World-ETF in den ausschüttenden iShares MSCI-World-Screened-UCITS-ETF. Die Umschichtung wurde per Handelstag 15. Dezember 2025 abgeschlossen.

Alle im Berichtsjahr erworbenen Instrumente entsprachen den Vorgaben zulässiger Anlageinstrumente im Sinne des § 3 Abs. 1 und 2 und § 4 Abs. 1 der Anlagerichtlinien. Am 18. September spaltete die im DAX gelistete Continental AG mit der Aumovio SE ihre Automotive Sparte ab. Die eingebuchten Bestände der Aumovio SE wurden per Valuta 26. September zeitnah veräußert.

Die Replikation des DAX-Index erfolgt durch den Kauf von Einzelaktien. Um sicherzustellen, dass das Portfolio die Entwicklung des Index möglichst genau widerspiegelt, werden die Gewichtungen der einzelnen Aktien zeitnah zu den Transaktionen für Indexanpassungen bzw. zum Quartalsultimo mit denen des Index abgeglichen. Die Abweichungen bewegten sich dabei stets in einem Korridor von maximal +/- 0,1 Prozentpunkten.

Gemäß § 3 Abs. 4 der Anlagerichtlinien sind zur Begrenzung des Konzentrationsrisikos Anlagen in Schuldverschreibungen eines Emittenten und einer einzelnen Emission auf 10,00 % bzw. 5,00 % des Portfoliomarktwertes begrenzt. Im Berichtsjahr lag das größte Einzelengagement mit 3,67 % bei der Crédit Agricole Home Loan SFH. Das höchste emissionsbezogene Exposure lag ebenfalls mit 1,54 % bei der Crédit Agricole Home Loan SFH. Die jeweils maximalen Anteile im Jahresverlauf sind in der Tabelle „Ausgewählte Portfolioanteile“ dargestellt.

Zur Steuerung der Allokation von Renten und Aktien sehen die Anlagerichtlinien einen Mechanismus vor, ab dem eine Rückführung oder Aufstockung der Aktienquote vorzunehmen ist. Gemäß § 2 Abs. 4 der Anlagerichtlinien darf die tatsächliche Aktienquote um bis zu zehn Prozentpunkte ober- bzw. unterhalb der Zielaktienquote (50 % bis 70 % Aktienquote) liegen, bevor eine entsprechende Aufstockung/Rückführung auf eine Aktienquote von 52,5 %/67,5 % erfolgt. Im Berichtszeitraum schwankte die Aktienquote zwischen 63,76 % und 68,51 %, weshalb keine Umschichtungen zwischen Aktien und Renten vorzunehmen waren.

Ausgewählte Portfolioanteile für die Periode 01.01.2025 bis 31.12.2025

Stiftung "Geld und Währung"

	Anteil am Portfoliomarktwert
Größte Engagements bei einzelnen Emissionen	
CA Home Loan 3 2032/12/11	1,54 %
BPCE 0,01 2030/05/27	1,33 %
Münchener Hyp 2,5 2028/07/04	1,30 %
Größte Engagements bei Emittenten	
Credit Agricole Home Loan SFH	3,67 %
BPCE SFH	3,66 %
Compagnie de Financement Foncier	3,40 %
Größte Engagements bei Konzernen	
BPCE SA	6,63 %
Caisse des Depots et Consignations	4,01 %
Credit Agricole SA	3,67 %
Aktienanteil	
Maximaler Aktienanteil im Berichtszeitraum	68,51 %
Minimaler Aktienanteil im Berichtszeitraum	63,76 %
Maximaler Kassenbestand (1 Wochenperiode)	
(27.11.2025-03.12.2025)	4,39 %
Deutsche Bundesbank	

Einhaltung der Anlagerichtlinien für die Periode 01.01.2025 bis 31.12.2025
Stiftung "Geld und Währung"

Vorgaben	Quelle	Einhaltung / Prüfung
Zulässigkeit der Anlageinstrumente	Anlagerichtlinien § 3 Abs. 1 und 3 sowie § 4 Abs. 1	JA
Bonitätserfordernis der Anlageinstrumente	Anlagerichtlinien § 3 Abs. 2 und 3	JA
Benchmarkvorgaben	Anlagerichtlinien § 2	JA
Diversifizierung der Anlagen	Anlagerichtlinien § 2 Abs. 3 § 3 Abs. 4	JA
Deutsche Bundesbank		

Frankfurt am Main, den 26. Februar 2026

DEUTSCHE BUNDESBANK



Dr. Stroborn

(Zentralbereich Märkte)



Dr. Föttinger

(Risikocontrolling)

Alle Angaben erfolgen nach aktuellem Datenstand. Spätere Revisionen aufgrund geänderter Sach- und Datenlage sind möglich. Die vorstehenden Ausführungen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und ersetzen nicht eine eigene Urteilsbildung der Lesenden. Die Bundesbank übernimmt keine Gewähr für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit von Börsen- und Wirtschaftsinformationen, Kursen, Indizes, Preisen, allgemeinen Marktdaten sowie für Aussagen über einzelne Schuldner und sonstige vorstehende Inhalte.

E Anlage 1: Transaktionsverteilung

1 Rententransaktionen

Das Nettoinvestitionsvolumen des Rententeilportfolios belief sich im Berichtsjahr auf 305.542 €. Dieser Wert ergibt sich aus Käufen (7.696.535 €) und Verkäufen (7.390.993 €). Die durchschnittliche Einstandsrendite der Käufe betrug 2,39 %.

Rententransaktionen vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

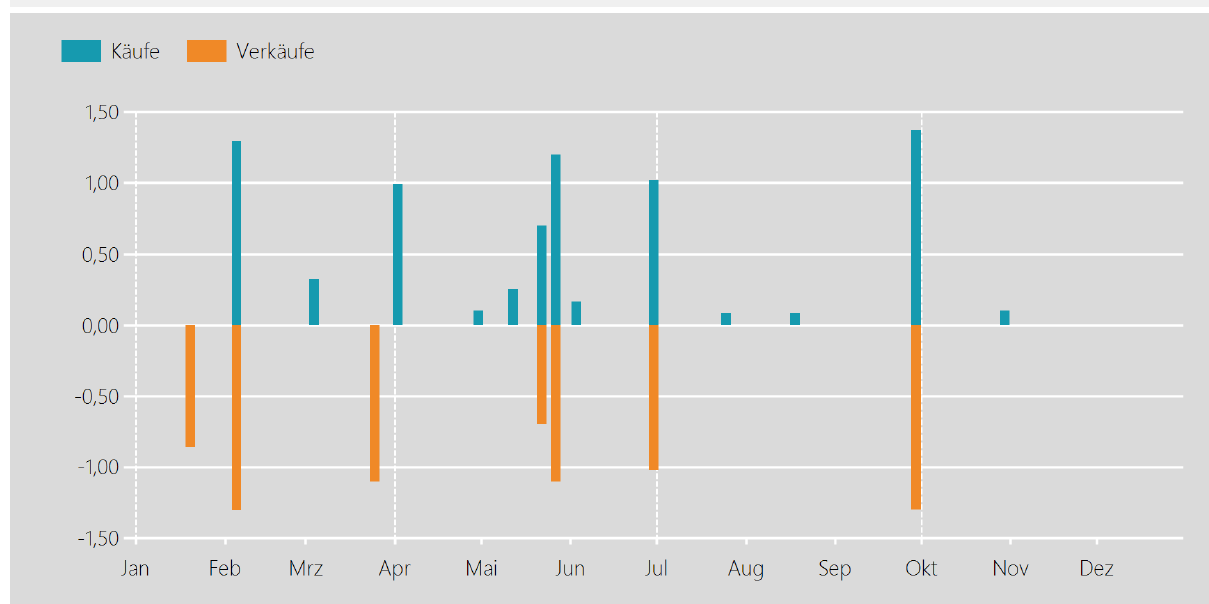
	Nominalvolumen	Nettovolumen (Marktwert)	Durchschnittseinstandsrendite
Gesamt	380.000 €	305.542 €	-
Kauf	7.880.000 €	7.696.535 €	2,39 %
Verkauf	-7.500.000 €	-7.390.993 €	-

Deutsche Bundesbank

Die nachfolgende Grafik zeigt das Volumen der Transaktionen auf Wochenbasis im zeitlichen Verlauf des Berichtsjahres:

Transaktionsverteilung Rententeilportfolio vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

Mio €, Wochenwerte



Deutsche Bundesbank

2 Aktien-/ETF-Transaktionen

Das Nettoinvestitionsvolumen des Aktienteilportfolios betrug im Berichtsjahr 203.272 €. Dieses Ergebnis resultiert aus Käufen von 25.925.702 € und Verkäufen von 25.722.429 €. Die jeweiligen Volumina wurden über insgesamt 3.171.219 Stücke gehandelt.

Aktien-/ETF-Transaktionen vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

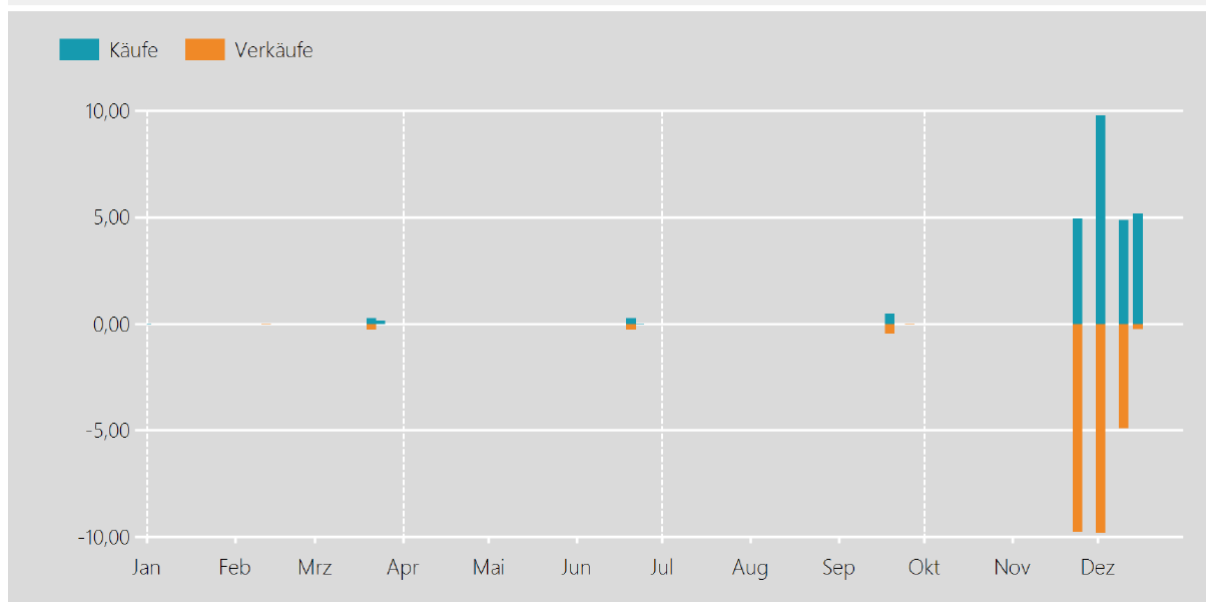
	gehandelte Stücke	Nettovolumen (Marktwert)
Gesamt	3.171.219	203.272 €
Kauf	2.592.726	25.925.702 €
Verkauf	578.493	-25.722.429 €

Deutsche Bundesbank

Die nachfolgende Grafik zeigt das Volumen der Transaktionen auf Wochenbasis im zeitlichen Verlauf des Berichtsjahres.

Transaktionsverteilung Aktienteilportfolio vom 01.01.2025 bis 31.12.2025 Stiftung "Geld und Währung"

Mio €, Wochenwerte



Deutsche Bundesbank